



FACOLTA' DI ECONOMIA

CATTEDRA

DI

“OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA”

**IL DEBITO NELLE OPERAZIONI DI
LEVERAGED BUYOUT: UN'ANALISI DELLA
STRUTTURA E DELLE MODALITA' DI
CONCESSIONE E RIMBORSO**

Relatore

Ch.mo Prof. *Alessandro Pansa*

Correlatore

Professor *Eugenio Pinto*

Candidato

Fabrizio Cinti

Matr. 603481

Anno accademico 2006/07

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
-------------------	---

1. HIGHLY LEVERAGED TRANSACTION

1.1 LEVERAGED BUYOUT E FONDI DI PRIVATE EQUITY:

- A. DESCRIZIONE OPERAZIONE LBO;
- B. ELEMENTI ACCESSORI;
- C. ATTORI PRINCIPALI.

1.2 L'ESPLOSIONE DELLE OPERAZIONI AD ALTA LEVA FINANZIARIA:

- A. CONTESTO ECONOMICO E LIQUIDITA';
- B. INNOVAZIONE;
- C. RAFFRONTO CON IL CICLO DEGLI ANNI '80.

1.3 SVILUPPI RECENTI

2. IL DEBITO COME FONTE PRICIPALE DELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE

2.1 DEBT VS EQUITY: TASSE, AGENZIA, DISCIPLINA E COSTO DEL CAPITALE.

LA REALTA' EUROPEA

2.2 DEBITO E GOVERNANCE DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY

2.3 L'INDEBITAMENTO DELLA TARGET COMPANY E RECUPERO DELL'EQUITY INVESTITO

3. DEBT STRUCTURE DI UN LEVERAGED BUYOUT

3.1 IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NEL MERCATO PRIMARIO:

- A. BANCHE
- B. INVESTITORI ISTITUZIONALI

3.2 LE LINEE DI CREDITO:

- A. PRESTITI AD ALTA LEVA FINANZIARIA
- B. CONCESSIONE
- C. PRICING
- D. OBBLIGAZIONI AD ALTO RENDIMENTO
- E. SECOND LIEN
- F. HOLDCO PIK
- G. DEBITO MEZZANINO
- H. COVENANT

3.3 EVOLUZIONE DEL DEBT PACKAGE E RAPPRESENTAZIONE DI UNA STRUTTURA TIPO

4. IL MERCATO SECONDARIO

4.1 IL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO: MOTIVAZIONI, RISCHI, IMPLICAZIONI DI POLICY

4.2 MERCATO SECONDARIO DEI PRESTITI AD ALTA LEVA

4.3 LOAN CREDIT DEFAULT SWAP

4.4 COLLATERALISED LOAN OBLIGATION

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Ad iniziare dal 2003 l'attività nel segmento delle acquisizioni con elevata leva finanziaria ha registrato una considerevole espansione sia in Europa che negli Stati Uniti, arrivando a rappresentare una quota importante del più vasto mercato delle fusioni ed acquisizioni. Fondi di *private equity* di dimensioni sempre maggiori si sono scontrati in diverse occasioni con i compratori strategici in aste finalizzate alla conquista delle società *target*. Il taglio delle singole operazioni e i livelli di indebitamento finanziario impliciti sono cresciuti di pari passo in misura considerevole. Il presente lavoro si snoda lungo una ipotesi di base: una congiuntura macroeconomica particolarmente favorevole ed una serie di innovazioni finanziarie di notevole portata, abbinate all'emergere di nuovi e più spregiudicati protagonisti nel novero dei finanziatori, hanno determinato condizioni di fondo ottimali per il diffondersi della tecnica del *LBO* e per il suo affermarsi in forme e numeri al limite del possibile.

Nella prima parte si analizza *in primis* la forma organizzativa ed il *modus operandi* dei fondi di *private equity*. Di particolare interesse è la struttura delle commissioni percepite: a provvigioni di *performance (carried interest)* disegnate in modo tale da allineare gli interessi delle diverse parti coinvolte, *limited partner* che forniscono il capitale di rischio e *general partner* che promuovono e gestiscono le varie iniziative, si sommano quelle di gestione calcolate in misura percentuale fissa sulle masse amministrare. Con dati di mercato ci proponiamo di dimostrare che, per quanto le prime siano in assoluto ancora di gran lunga superiori, la tendenza a costituire fondi di dimensioni sempre più grandi col progressivo maturare del ciclo rende plausibile ipotizzare

una diversa evoluzione futura delle due grandezze e possibilmente un ribaltamento. Recenti ricerche empiriche confermano tale tesi.

Nell'ambito di questa parte del lavoro un posto di rilievo spetta al contesto in cui lo sviluppo del *private equity* e delle operazioni di *leveraged buyout* si è inserito: a partire dal 2003 una robusta crescita economica combinata a un'inflazione contenuta hanno garantito condizioni particolarmente favorevoli sui mercati finanziari mondiali, caratterizzati da bassi tassi di interesse, ampia liquidità e modesta volatilità. È stata incoraggiata la ricerca di profili di rischio-rendimento più aggressivi tra i vari operatori di mercato, confortati anche da tassi di insolvenza ai minimi storici. Si sono create consistenti opportunità di indebitamento per il settore societario cui sono stati offerti più elevati livelli di leva finanziaria, a basso costo e in termini piuttosto favorevoli. E' nostra opinione che nel rapporto di forza tra le parti, *sponsors* da una parte e finanziatori dall'altra, si sia creato uno squilibrio evidente: sulla base di dati *Standard & Poor's* relativi a transazioni concluse da veicoli di diversa grandezza, ci prefiggiamo di dimostrare schematicamente che operazioni più audaci, in termini di volumi coinvolti nonché di multipli di acquisto e di leva, sono state assecondate da condizioni di finanziamento più vantaggiose, con una evoluzione degli *spread* applicati negli ultimi anni molto più favorevole.

Controprova di quanto sostenuto è la completa evaporazione di questa particolare nicchia di mercato a seguito della crisi del credito dell'estate 2007, in presenza, invece, di una persistente vitalità nel segmento delle piccole e medie transazioni.

Sempre nella prima parte del lavoro è nostra intenzione storicizzare questa particolare fase impostando un raffronto con il ciclo di operazioni di *leveraged buyout* degli anni '80: analizzeremo somiglianze e differenze nei protagonisti, nei livelli di debito, nelle condizioni applicate, individuando nelle "obbligazioni spazzatura" l'elemento catalizzatore di quel ciclo rispetto alle innovative modalità di trasferimento di rischio di credito degli anni recenti.

Di taglio sicuramente più teorico-accademico è la seconda parte del lavoro nella quale analizzeremo i vari aspetti del rapporto tra debito ed *equity*, come *mix* di finanziamento delle operazioni ad elevata leva finanziaria. Ricorrendo frequentemente all'ampia letteratura in materia ci soffermeremo sui pro e contro del debito: beneficio fiscale, effetto disciplina sull'operato del *management*, riduzione dei costi associati alle asimmetrie informative, conflitti di interesse, costi del dissesto e limitazione della flessibilità. Con richiami concreti ad operazioni reali, ci proponiamo di evidenziare il benefico effetto che un maggiore indebitamento, frutto di una ottimizzazione della struttura finanziaria, produce sul costo medio ponderato del capitale e sulle quotazioni azionarie. Nel tentativo di creare un collegamento con la realtà finanziaria delle imprese, trarremo spunto da uno studio commissionato dall'Unione Europea per verificare per grandi linee l'utilizzo delle diverse fonti di capitale da parte delle aziende europee: indagheremo diverse variabili che influenzano direttamente questo processo, in particolare le peculiarità nazionali, i settori di attività, le dimensioni aziendali, il contesto giuridico e regolatorio. A conferma del ruolo preminente svolto dal sistema bancario in alcuni paesi, tra cui l'Italia, vengono evidenziati un minor ricorso al finanziamento obbligazionario, tratto che accomuna comunque tutto il vecchio continente rispetto agli Stati Uniti, e una prevalenza di linee di credito a breve termine.

Inquadrato il debito sotto un profilo teorico e di utilizzo sistemico nella realtà europea, nel prosieguo di questa parte del lavoro stringeremo su aspetti maggiormente attinenti alle transazioni ad elevata leva finanziaria ed, in particolare, indagheremo il nesso tra debito e governance dei fondi di *private equity*: i *limited partner* effettuano investimenti di difficile liquidabilità e, una volta conferiti i fondi, dispongono di strumenti limitati a tutela dei propri diritti. I *general partner*, invece, hanno ampia libertà di manovra e, in un tipico meccanismo di *risk shifting*, potrebbero esser indotti ad intraprendere anche iniziative con prospettive negative. I limiti imposti alla percentuale di

patrimonio investibile in singole transazioni costringe gli amministratori a ricorrere a finanziatori esterni per la provvista di debito ad alto rischio: questi ultimi si trovano dunque a svolgere una funzione di monitoraggio che consente il riallineamento di interessi.

Per concludere, analizzeremo le tecniche sempre più aggressive messe in opera dai fondi per rientrare rapidamente dei mezzi propri investiti.

Nella terza parte del lavoro ci occuperemo dei finanziamenti tipicamente utilizzati nelle operazioni di *leveraged buyout* e dell'evoluzione del ruolo svolto dai principali attori di questo mercato: esiste una stretta correlazione tra questi due aspetti che intendiamo verificare con riferimenti alla letteratura e a dati statistici concreti. In particolare approfondiremo l'evoluzione del ruolo svolto dalle banche che, a seguito di una radicale trasformazione anche filosofica della funzione ricoperta nel sistema, hanno assunto col tempo sempre più il compito di meri originatori e distributori del rischio. Di pari passo, l'avvento di nuovi e sofisticati operatori, per lo più non sottoposti ai limiti e vincoli regolatori che incidono sul sistema bancario, ha impresso un ritmo accelerato al cambiamento delle forme e delle strutture di finanziamento. Soprattutto negli Stati Uniti, i prestiti a termine con il caratteristico piano di ammortamento hanno lasciato il posto a tipologie cosiddette "*bullet*" che pospongono il rimborso del capitale; le clausole contrattuali sono state ridisegnate e la loro tradizionale funzione di monitoraggio permanente è stata sacrificata, limitandosi in molti casi ad imporre azioni e riconoscere diritti in caso di eventi; linee di credito con caratteristiche tipiche del capitale di rischio hanno guadagnato spazio. Viene confermato lo squilibrio ipotizzato in apertura.

Particolarmente labile è diventato a nostro modo di vedere il confine tra le attività dei vari operatori, soprattutto fondi *hedge* e di *private equity*: è nostro intendimento analizzare elementi comuni e tratti distintivi, evidenziando il processo di convergenza in corso tra le due realtà, sia nella operatività

quotidiana ricca di frequenti sconfinamenti di campo e sovrapposizioni, sia nelle strutture di *governance*.

Infine individueremo, nell'ambito di un campione altamente rappresentativo delle transazioni di *leveraged buyout* effettuate negli ultimi venti anni, una operazione che si possa definire tipica per struttura dell'indebitamento, multipli di leva finanziaria e condizioni applicate,.

Abbiamo già avuto modo di sottolineare che il trasferimento del rischio di credito rappresenta a nostro avviso l'elemento catalizzatore della recente ondata di acquisizioni ad alta leva finanziaria: nella quarta parte del lavoro ci proponiamo di mettere a fuoco le tematiche collegate. Di fatto, si può argomentare senza tema di smentita che la maggior parte delle banche attive nel finanziamento di importanti transazioni, sia quelle con approccio di portafoglio che quelle con impostazione *capital turnover*, non parteciperebbe a tali affari in assenza di un mercato ben funzionante che consente di eliminare le esposizioni al rischio di credito. Tuttavia, anche dopo il completamento dell'operazione, i meccanismi di *CRT* utilizzati per facilitare la distribuzione e copertura del debito possono far insorgere vari rischi sui quali concentreremo la nostra attenzione: di controparte, operativi e di natura giuridica. Inoltre, la parcellizzazione del rischio interviene con diversi effetti ed implicazioni nei rapporti tra le parti, debitori, finanziatori originari e subentranti, e nei processi di soluzione di eventuali casi di *stress* o, *tout court*, *default*. Ci soffermeremo anche su questi aspetti approfondendo criticità e soluzioni ideate.

I diversi meccanismi di *credit risk transfer* saranno oggetto di separate analisi, ad iniziare dal mercato secondario dei prestiti ad alta leva finanziaria, con la sua evoluzione storica, normativa e contrattuale. I dati statistici riportati saranno in grado di corroborare la correlazione tra sviluppo di nuove tecniche di distribuzione e copertura del rischio ed evoluzione del segmento delle transazioni ad alta leva finanziaria. Un aspetto degno di interesse è a nostro

avviso l'influenza che la normativa regolamentare esercita sui vari strumenti a disposizione: per quanto concerne in particolare derivati di credito e cartolarizzazioni di prestiti, cercheremo di analizzare innanzitutto i cambiamenti che comporterà il passaggio a Basilea II, con la definizione dei criteri da rispettare per ottenere una completa neutralizzazione della esposizione ai fini del calcolo dei requisiti di capitale. Un'attenzione particolare dedicheremo alla ristrutturazione, intesa come evento di credito titolato o meno a seconda dello strumento e della cornice regolatoria interessati, di dar luogo alla richiesta di copertura al venditore di protezione. Con riguardo alla cartolarizzazione vedremo come il nuovo regime sia estremamente penalizzante per le *tranche* più subordinate, normalmente trattenute in portafoglio dall'*originator* in veste di supporto al credito. Effettueremo altresì un esame comparato con gli effetti prodotti su tali processi dai nuovi Principi Contabili Internazionali.

PARTE PRIMA

HIGHLY LEVERAGED TRANSACTION

1.1 *LEVERAGED BUY OUT E FONDI DI PRIVATE EQUITY*

Descrizione dell' operazione

Con il termine di *leveraged buyout (LBO)* si suole designare una complessa serie di operazioni finanziarie preordinate all'acquisto di una società, comunemente definita *target*, ricorrendo alla capacità di indebitamento della stessa: tale espressione riassume in se una pluralità di pratiche economiche che, nella loro molteplicità di realizzazione, trovano come elemento comune lo sfruttamento dell'effetto di leva finanziaria.

Il soggetto acquirente, solitamente una società appositamente costituita o *newco*, reperisce la maggior parte della finanza necessaria attraverso il ricorso a finanziamenti esterni, ottenuti dando in garanzia le attività dell'impresa acquisita e le sue azioni. L'esborso di capitale proprio è ridotto al minimo.

Dopo l'acquisizione si procede usualmente ad una fusione tra la *target* e la *newco* ed il debito contratto viene quindi traslato sulla prima che, attraverso i suoi flussi di cassa, o, talvolta, con l'alienazione di rami d'azienda o cespiti, fa

fronte al servizio ed al rimborso dei prestiti. In alcuni casi debito e cassa vengono compensati non già tramite una fusione ma mediante i dividendi che la società *target*, entità distinta ma controllata dalla *newco*, distribuisce di anno in anno ai suoi soci.

Un'operazione di *leveraged buy-out* può assumere una serie infinita di varianti, partorite da una sempre più sofisticata ingegneria finanziaria, ma, nel complesso, le fasi in cui solitamente si articola sono le seguenti:

- **Iniziativa:** la proposta parte di solito dagli acquirenti. Può trattarsi di imprenditori ed investitori individuali, grandi società, investitori finanziari tipo società di *venture capital*, *merchant bank*, *investment bank*, fondi di *private equity*, amministratori della stessa società bersaglio (*management buy-out*) o ad essa estranei (*management buy-in*). L'obiettivo degli investitori finanziari, usualmente anche consulenti ed organizzatori del *deal*, è la realizzazione di un *capital gain* da conseguire con la rivendita della partecipazione dopo un processo della durata di 3/5 anni, in cui viene realizzata la ristrutturazione dell'impresa *target* con razionalizzazioni ed efficientamenti. Un ruolo particolare può esser svolto dal *management* che con il *leveraged management buy out* si trasforma in imprenditore e riunisce in sé proprietà e gestione dell'impresa: le motivazioni sottostanti possono essere ambizione personale, asimmetrie informative, la necessità talvolta di salvare il posto di lavoro in situazioni di crisi in cui la proprietà decide di liquidare un *business* in cui, invece, si crede ancora. Il ruolo del *management* appare del resto prioritario in qualsiasi operazione di *LBO* in quanto un'attenta e disciplinata gestione è alla base del successo di iniziative che, per il forte rischio intrinseco, non consentono margini di errore: spesso, a fini motivazionali, vengono introdotte clausole che subordinano quote di possesso al conseguimento di obiettivi reddituali.

- **Consulenza:** individuata l'impresa obiettivo, di norma viene demandata ad una *merchant bank* l'organizzazione dell'intera operazione, compresa la struttura finanziaria. Si tratta di una fase molto delicata ed importante poichè dall'analisi puntuale dei dati economico - finanziari della *target* e delle sue prospettive discendono le ipotesi di sostenibilità del debito e quindi il *mix* di mezzi finanziari da apportare.

- **Costituzione della *newco*:** il successo di un'operazione di *LBO* dipende anche da una adeguata *corporate governance*, ossia dalla conciliazione degli interessi, non sempre convergenti, dei soci della *newco*. Quest'obiettivo si realizza tramite un'attenta redazione dello statuto e dei patti parasociali che lo integrano: di particolare rilevanza sono la gestione della società con la suddivisione delle competenze tra amministratori e assemblea nonchè dei *quorum* previsti per determinati tipi di delibera; il finanziamento della società con obblighi di conferimenti da parte dei soci in determinate situazioni; diritti ed obblighi dei soci, soprattutto in tema di distribuzione dei dividendi o di clausole di *lock-up* in capo al *management* onde garantirsi preventivamente per un congruo lasso temporale l'apporto tecnico degli amministratori; la stabilità della compagine sociale e la puntuale regolamentazione dello smobilizzo della partecipazione con eventuali clausole di prelazione.

- ***Due diligence*:** si tratta di una complessa e prolungata indagine che ha per oggetto l'impresa *target*. Il risultato di questi approfondimenti determina la fattibilità, anche perchè al buon esito viene vincolato il proseguimento dell'affare e la erogazione di finanza.

- **Offerta di acquisto:** la fase successiva consiste nella determinazione del prezzo di acquisto e nella formulazione di un'offerta vincolante. L'accettazione di questa proposta d'acquisto è seguita dall'assunzione formale dei finanziamenti e dalla stipulazione del contratto vero e proprio.
- **Garanzie:** le azioni della *newco* e della *target*, oppure il complesso dei beni di quest'ultima, vengono formalmente costituiti in garanzia dei finanziamenti bancari
- **Fusione:** molto frequentemente si procede alla fusione per incorporazione della società *target* nella *newco*, riunendo dunque in un'unica entità debito e flussi di cassa.
- **Rimborso del finanziamento:** la fase più delicata in un'operazione di *LBO* è quella successiva al *closing* del *deal*. La gestione quotidiana dell'impresa verifica costantemente la validità dell'impianto finanziario dell'iniziativa: i *cash flow* o, talvolta, la vendita programmata di *asset* ritenuti non strategici, sono chiamati a far fronte agli oneri finanziari e alle varie scadenze di rimborso dei prestiti.
- **Way-out:** l'*exit strategy* è una fase dell'*LBO* particolarmente sentita soprattutto da quanti intervengono nella transazione in qualità di meri investitori finanziari. Il *timing* dell'uscita è quasi sempre funzione dello sviluppo della società. Sempre più spesso, tuttavia, gli investitori cercano di prevedere al momento dell'acquisto della partecipazione gli eventuali canali di uscita ed i tempi di realizzo: per quanto riguarda i primi, le tipiche *way out* sono la quotazione in Borsa con una *initial public offering (IPO)*, la vendita dei titoli ad un'altra impresa industriale o ad un

Elementi accessori

La formulazione di una adeguata struttura finanziaria costituisce uno dei momenti più importanti dell'intera operazione, considerato che dalla giusta provenienza delle risorse deriva la possibilità per l'impresa di onorare i propri debiti e garantire un soddisfacente ritorno sul capitale investito.

Nel valutare il peso da attribuire alle fonti di finanziamento vanno considerate le caratteristiche economiche della società *target* ed il prezzo pagato per l'acquisizione, tenuto conto che, nelle acquisizioni con finalità prettamente finanziarie, la leva è componente essenziale finalizzata essenzialmente a vantaggi fiscali e a massimizzare il ritorno sull'investimento in *equity*, laddove le operazioni con obiettivi prevalentemente industriali ricorrono al debito ma non quale ingrediente caratteristico ed imprescindibile: particolare analisi meritano, comunque, i *cash flow* prospettici della società *post-fusione*, la scansione temporale dell'ammortamento del debito, il grado di copertura degli oneri finanziari mediante i flussi di cassa operativi, la posizione finanziaria netta di partenza della società *target*, il suo grado di capitalizzazione e l'eventuale prospettiva di un rifinanziamento del suo passivo, la presenza di beni e attivi non strategici facilmente liquidabili, le aspettative di rendimento dei soci della *newco* e la disponibilità delle banche a finanziare l'operazione.

L'*offering memorandum* è il documento che gli organizzatori predispongono per sottoporre ai possibili finanziatori il dettaglio del *deal*.

Esso consta di:

- un quadro generale e sintetico dell'operazione proposta;
- una indicazione dei prodotti e del contesto di riferimento dell'impresa *target*;
- la rappresentazione della struttura patrimoniale della stessa;
- il dettaglio dei principali dati finanziari della *target* con particolare riferimento all'impatto che su di essi sarà determinato dall'alta leva insita nell'operazione, con corredo di simulazioni di scenari ed analisi di sensitività;
- la raffigurazione della struttura manageriale con l'indicazione delle principali figure e ruoli ricoperti;
- la rappresentazione del *business plan* di supporto al *deal*.

L'obiettivo ideale delle operazioni di *LBO* è rappresentato da quelle aziende che operano in settori di mercato con notevoli barriere all'entrata, e che, disponendo di una buona liquidità, di flussi di cassa costantemente positivi, di *asset* non strategici autonomamente cedibili, nonché di una adeguata capacità

di credito, consentono all'acquirente di ridurre il proprio impegno finanziario nella forma di capitale di rischio^{1, 2, 3}.

Attori principali

I principali *sponsor* di questo tipo di operazione sono i fondi di *private equity (PE)*, organizzazioni che assumono partecipazioni, di maggioranza o minoranza, al capitale di rischio di imprese e si dedicano all'ideazione, al montaggio e alla gestione delle transazioni.

Il termine *private equity* deriva da un vecchio modo di dire, “*going private*”, che racchiude molto succintamente la filosofia di questi investitori, sviluppatasi negli anni '70 negli USA e successivamente nel Regno Unito: l'acquisizione ed il successivo *delisting* di società, “*from public to private transaction*”.

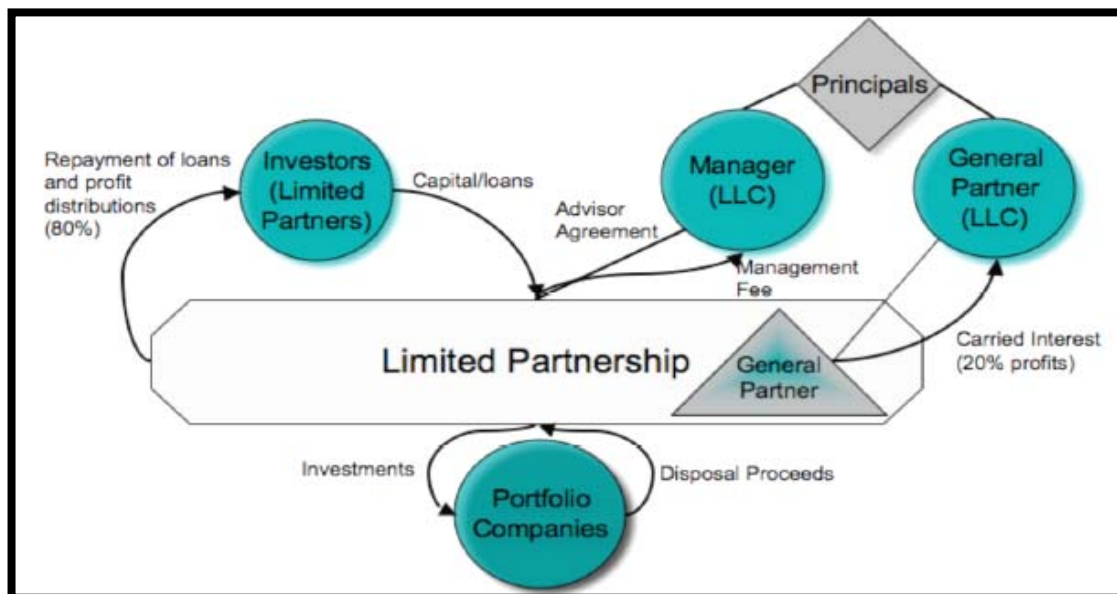
Prima degli anni '90, la maggior parte dei fondi di *private equity* si presentava con una formula organizzativa molto scarna e piatta, con *staff* minimo.

Dal 1990 in poi si è affermato un *trend* di istituzionalizzazione che ha condotto alla creazione di *network* geografici talvolta molto capillari, famiglie di fondi di *buyout and venture capital, joint venture* con fondi di investimento o *hedge fund* e altre strutture relativamente complesse.

¹ Brealey R.A., Myers S. (2000), *Principles of Corporate Finance*, NY, McGraw – Hill.

² Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.E. (1997), *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino.

³ Vender J. (1986), “*Il Leveraged buyout, una tecnica finanziaria per acquisire la proprietà di un'azienda*”, *Finanza, Marketing e Produzione*, N. 1.



Sotto un profilo giuridico - societario, i fondi di *PE* si presentano per lo più come “*limited liability partnership*” (*LLP*): ci si riferisce alla responsabilità limitata in capo ai fornitori di capitale, anche detti “*limited partner*” (*LP*).

I *manager* che promuovono il fondo e, successivamente, si dedicano alla gestione nelle sue varie fasi vengono definiti “*general partner*” (*GP*). Un accordo di “*limited partnership*” (*LPA*), negoziato e sottoscritto dalle parti, regola la *governance* (cfr. tabella).

I *LP* (tipicamente in numero di 150 per fondo) devono essere degli investitori qualificati, principalmente fondi pensione, fondi comuni di investimento, fondi sovrani governativi, società assicurative, banche, università, fondazioni, che soddisfano alcuni requisiti patrimoniali e sono adeguatamente attrezzati ad assumere decisioni di investimento spesso complesse e strutturate: in proposito, uno studio¹ del febbraio 2005 rappresenta uno spaccato molto interessante delle scelte di investimento di investitori istituzionali in fondi di *PE* negli USA nel periodo 1991/2001 nel quale spicca la *extraperformance* conseguite dalle fondazioni universitarie rispetto a *underperformance* di banche e consulenti.

¹ “*Smart Institution, foolish choices? The limited partner performance puzzle*”, J. Lerner, A. Schoar, W. Wang, FEBBRAIO 2005, *NBER WORKING PAPER SERIES*.

Negli Stati Uniti, il *Securities Act* del 1933 consente anche a singoli individui di investire in “*private partnership*” senza la protezione garantita da un’offerta pubblica registrata conforme alle norme vigenti, purchè vengano rispettati alcuni parametri: un patrimonio netto di almeno un 1 milione di dollari, o un reddito annuo netto superiore a \$ 200.000 elevato a \$ 300.000 per reddito familiare.

I *GP*, come detto, gestiscono le attività quotidiane del fondo, e sono illimitatamente responsabili: al fine di mitigare tale rischio, di norma il *GP* si presenta sotto forma di una “*limited liability company*” (*LLC*). In aggiunta, talvolta, viene anche costituita una società separata alla quale viene demandato il ruolo di *management servicer* dei fondi o di un gruppo di fondi.

I *GP*, vengono remunerati principalmente con due tipi di commissioni: *management fee* e *carried interest*.

Nel primo caso si tratta di una commissione pagata direttamente dai *LP*, tipicamente oscillante, a seconda della natura e delle dimensioni del fondo, tra l’1,5% e il 2,5% del *committed capital*. Normalmente questa commissione decresce col passar degli anni in misura proporzionale alla diminuzione del capitale investito a seguito dei disinvestimenti. Questo *trend* riflette l’orizzonte temporale del fondo stesso che, costituito di solito con una durata di dieci o dodici anni, vive nei primi cinque la fase dell’investimento e della gestione e, nei successivi, le fasi di monitoraggio e distribuzione.

Un approccio diverso è implicito nel sistema denominato “*budget - based fee*”, in cui si opta per la stesura di un *budget* annuale, da parte di *LP* e *GP* con la consulenza di un *advisory board*, al cui raggiungimento viene subordinato il pagamento delle commissioni. Si tratta, ovviamente, di una soluzione che privilegia i *LP* in quanto stimola i *GP* a cercare la fonte primaria del loro guadagno nella massimizzazione dei ritorni dell’investimento effettuato.

Per *carried interest* si intende la quota di utili del fondo di *PE* che è appannaggio dei *GP*: normalmente, l’incasso può avvenire soltanto dopo che il

capitale investito e, in molti fondi, anche le *management fee* sono stati restituiti ai *LP*. Degli utili che ne residuano, i *GP* introitano circa il 20%, con punte del 25-30% per le *firm* più quotate. In materia, gli accordi tra le parti possono contenere diverse varianti: il *carried interest* viene liquidato, in alcuni casi, soltanto dopo che ai *LP* è stato riconosciuto un ritorno minimo sul capitale investito, 5% o 10%, anche detto “*hurdle rate*” o “*preferred return*”.

Una terza forma di remunerazione per i *GP* consiste nel coinvestimento, ossia nel partecipare personalmente con capitali propri, in condizioni di parità con i *LP*, agli investimenti effettuati, in un’ottica di “*interest alignment*” enfatizzato dalla letteratura sull’argomento.

Tali compensi, sotto il profilo fiscale, sono assoggettati al regime agevolato previsto per le *partnership* e non quello delle *corporation*: si tratta, comunque, di un quadro normativo che, sia negli *USA* che in Gran Bretagna, sta evolvendo in senso restrittivo.

Negli Stati Uniti si parla apertamente della introduzione di una “*Schwarzman tax*”, dal nome del *leader* di una delle più importanti *private equity firm* del mondo, “*Blackstone Group*”: la recente quotazione in borsa di una quota del 10% del gruppo ha attirato l’attenzione del pubblico sul valore della sua partecipazione, pari a 7,5 miliardi di dollari.

In molti *LPA* si rinviene la cosiddetta “*clawback provision*” in forza della quale i *LP* possono reclamare la restituzione di una quota del *carried interest* già riconosciuto al *GP* per precedenti investimenti chiusi con profitto, a fronte di successive, significative perdite su altre iniziative: l’obiettivo finale è una ripartizione 20% / 80% degli utili complessivi del fondo.

La “*key person provision*” tutela invece i *LP* in presenza di morte o dimissioni di *senior partner* del gruppo di *GP*, mentre con un voto a maggioranza qualificata degli investitori è possibile in determinate circostanze addivenire alla liquidazione del fondo qualora venga meno il rapporto fiduciario tra le parti.

L'ingresso nel settore di nuovi operatori e la crescente specializzazione nelle varie fasi del processo di ristrutturazione aziendale (acquisto e *delisting*, *turnaround*, *exit* tramite *IPO*) hanno fatto emergere l'opportunità di attivare un mercato secondario delle quote detenute dai *LP* anche per considerazioni di ordine regolatorio, di *portfolio management*, di *relationship*, di redditività, di qualità del portafoglio, di specifiche caratteristiche del fondo, di prospettive di mercato. Si tratta, comunque, di iniziative allo stato embrionale e l'alienazione di interessenze, nei pochi casi concreti, è stata contraddistinta da forti penalizzazioni del prezzo di cessione.

Le **fasi** in cui si articola la vita dei fondi di *PE* sono essenzialmente le seguenti:

- *fund raising*;
- investimento;
- gestione ed estrazione del valore;
- disinvestimento.

La società di *private equity* avvia la fase di raccolta delle adesioni con la stesura di un "*private placement memorandum*" (*PPM*), un documento che normalmente si compone dei seguenti capitoli:

- *executive summary*;
- filosofia di investimento cui si ispirano tanto il fondo specifico quanto l'operatore che lo promuove;

- profilo dei gestori e *advisory committee*;
- *governance* dei rapporti tra *LP* e *GP*;
- *track record* degli investimenti passati e *performance* realizzate;
- aspetti legali e fiscali;
- rischi inerenti agli investimenti;
- *standard* contabili e di *reporting*.

I destinatari dell'offerta si concentrano solitamente su tre aree: il *management team*, la strategia di investimento e il *track record* della *performance*. Trattandosi di investimenti con un orizzonte temporale medio - lungo, gli investitori cercano di capire perché un'azienda od un settore attraenti al momento dovrebbero esserlo anche dopo dieci anni, oppure se il *management team* andrà incontro alla fuoruscita di *senior partner* e se è in corso una pianificazione successoria. Rilievo viene attribuito anche alla specializzazione che alcuni fondi hanno acquisito in determinati settori. Per i *LP* questo è un momento molto delicato perché l'investimento che si sta decidendo di fare sarà caratterizzato, per sua natura, da difficile se non nulla liquidabilità.

L'adesione al fondo si concretizza con il "*minimum commitment*", ossia il capitale minimo che i *LP* si impegnano a versare su semplice richiesta dei *GP*: il "*commitment period*" dura di solito 5 o 6 anni e il preavviso è di solito di 10 giorni. Per non deprimere il rendimento complessivo del fondo con liquidità non prontamente investita, i conferimenti in denaro vengono effettuati solitamente su una base *just in time*.

Quasi sempre viene anche stabilito un principio di diversificazione per il quale i *GP* non possono investire in un singolo affare un ammontare superiore al 25% dell'*equity* del fondo.

La durata complessiva del fondo viene stabilita in 10 anni, con eventuale proroga di altri 2.

Effettuata la provvista, si passa a valutare le opportunità di acquisto presenti sul mercato. Una volta individuata la *target*, si costituisce una società *ad hoc*, una “*newco*”, che procede all’investimento dotandosi dei finanziamenti necessari ad integrare l'*equity*.

La terza fase dell’operazione è rappresentata dalla gestione vera e propria dell’azienda acquisita, finalizzata prioritariamente alla valorizzazione della società *target* attraverso l’attivazione di una serie di leve per la creazione di valore.

Secondo *Gottshlag*¹, si possono distinguere due tipi di leve:

➤ *value capturing*

➤ *value creation*.

Nella prima si crea valore anche con un approccio *hands - off* da parte dei nuovi soci, che non apportano alcun contributo nella gestione operativa ma si limitano a far emergere quanto intrinsecamente già presente, ma latente, nella *target*.

La letteratura in materia parla di *financial arbitrage* basato su:

➤ variazioni di valutazione di mercato;

➤ *insider information* sulla società;

¹ *Gottshlag O., N. Loos and M. Zollo (2004) “Working out where the value lies”, European Venture Capital Journal.*

- più approfondite informazioni di mercato;
- capacità negoziali superiori;
- ottimizzazione del *corporate scope*.

Si parla invece di creazione vera e propria di valore, allorché gli *sponsor* realizzano un miglioramento della *performance* operativa attraverso un processo di ristrutturazione che coinvolge, rapidamente ed incisivamente, la struttura patrimoniale, quella organizzativa e la *corporate governance*.

La struttura patrimoniale viene ottimizzata, si utilizza in pieno il *tax shelter*, si tagliano i costi e incrementano i margini, viene rivisitato il piano degli investimenti e vengono abbattute tutte le inefficienze gestionali.

Oltre al semplice efficientamento di carattere operativo, si riesaminano variabili chiave di ordine strategico, quali i mercati di riferimento, i prodotti da sviluppare, la politica dei prezzi, la qualità della produzione, il servizio ai clienti nonché i canali di distribuzione e la logistica.

Particolare attenzione viene rivolta, infine alla riduzione dei costi di agenzia, soprattutto per quanto concerne il *free cash flow*, all'allineamento degli incentivi, al monitoraggio e controllo.

L'ultima fase dell'operazione è rappresentata dal disinvestimento che può assumere molteplici forme:

- la vendita ad un compratore strategico o ai vecchi proprietari nel caso di un gruppo a gestione familiare;
- “*secondary o tertiary buy-out*”, ossia cessione ad un altro fondo di *PE* che evidentemente ritiene che ci sia ancora valore da estrarre;
- *initial public offering (IPO)*, collocamento in borsa di una quota del capitale;

- *recapitalization*, consistente in uno scambio *debt for equity* per estrarre cassa.

Per quanto riguarda il rendimento espresso da questa *asset class*, molti sono gli studi che hanno cercato di giungere a delle quantificazioni attendibili: tali sforzi sono però minati in partenza dalla scarsa trasparenza e liquidità che caratterizza il settore, con la conseguente difficoltà di valutare adeguatamente il rapporto rischio-rendimento. In un recente *paper*¹, viene effettuato uno studio comparativo della *performance* in termini di *IRR* conseguita da un campione di 199 fondi di *buyout* negli USA tra il 1984 e il 2004 e da un portafoglio simulato di società dello *S&P 500* con pari leva finanziaria. Ne risulta un *extrarendimento* notevole dei fondi rispetto alle società quotate sul mercato. *Gompers*² and *Lerner*, in diversi *paper*, giungono alla stessa conclusione con un procedimento diverso: individuano infatti nelle date di *closing* dell'operazione e di disinvestimento gli unici due momenti in cui si rendono disponibili dati attendibili e propongono dunque come strumento di misurazione il "*market tracking*".

In conclusione, il ruolo crescente del *PE*, impegnato in operazioni sempre più importanti e nei settori più diversi, ha suscitato molte critiche: è stato accusato di caricare di debiti le società che acquisisce per estrarne cassa da distribuire agli investitori, di prestare poca attenzione ad altri *stakeholder*, quali dipendenti, clienti e fornitori, di pagare tasse ingiustamente basse, di sottrarre liquidità ai mercati azionari con il *delisting* delle società *target*. In uno sforzo di *marketing* teso a creare un ambiente meno ostile, i principali fondi e la *British Venture Capital Association* hanno commissionato uno studio³: le

¹ Alexander P. Groh, Darmstadt University of Technology, e Oliver Gottschlag, HEC School of Management, "The risk adjusted performance of US Buyouts".

² Gompers and Lerner (1993).

³ "Disclosure and Transparency in Private Equity", Walker Group. LUG. 2007

raccomandazioni espresse sono nel senso di una maggiore trasparenza tesa a ridurre il palpabile *gap* di visibilità .

1.2 *L'ESPLOSIONE DELLE OPERAZIONI AD ALTA LEVA
FINANZIARIA: CONTESTO ECONOMICO E LIQUIDITA',
INNOVAZIONE, RAFFRONTO CON IL CICLO DEGLI ANNI '80*

Esplosione delle operazioni ad alta leva

“Do you start your day with a cup of Dunkin’s Donuts coffee and lunch at Burger King? Shop at J. Crew, Toys “R” Us, Neiman Marcus? Rent cars front Hertz, watch movies at a Loews cinema, gamble at Harrah’s, sleep at a Fairmount or Hilton Hotel? All these as well as less visible products and services – the gas heat for many homes, cable systems, the satellites that enable your daughter’s text-messaging, the hospital that replace aunt Millie’s hip – are controlled by private equity firms. And rumours continue to swirl that once-untouchable names such as Gap, Dell, Home Depot, even IBM could be sucked into the private equity vortex”.

L’incipit di un articolo tratto da una rivista americana¹ spiega chiaramente come il *private equity* sia penetrato nel tessuto imprenditoriale.

Pochi dati sono sufficienti a spiegare: questa *asset class* ha attratto nel 2006 circa il 7,8% dell’*allocation* complessiva globale degli investitori istituzionali, con una crescita del 10% sull’anno precedente. I capitali in gestione (giugno 2007) si aggirano sui \$ 1.400 miliardi. Secondo dati di *Private Equity Intelligence*, nel 2006 sono stati sottoscritti 684 nuovi fondi a livello mondiale, per una raccolta complessiva di \$ 432 miliardi con un aumento del 38% sul 2005. Nel dettaglio, 188 fondi *buyout* hanno raccolto \$ 212 miliardi (157 nella prima metà del 2007), il *venture capital* ha registrato adesioni per \$ 44 miliardi, i fondi di fondi \$ 31 miliardi, i *mezzanine* \$ 19 miliardi. Questi dati sono il

¹ “American Wealth : the new king of Wall Street”, Fortune, 12 marzo 2007

frutto di un accresciuto interesse da parte di investitori istituzionali alla ricerca di rendimenti sempre più interessanti e di una diversificazione più ampia del proprio portafoglio: ulteriore liquidità è scaturita, inoltre, da disinvestimenti e dividendi relativi a *deal* di anni precedenti, anche in virtù di tempi medi di realizzo minori, circa 20 mesi, rispetto ai tradizionali 3-5 anni.

Per quanto concerne in particolare i *buyout*, l'analisi della distribuzione geografica vede nel 2006 adesioni per \$124, \$72 e \$ 15 miliardi rispettivamente negli *USA*, Europa e resto del mondo, con un numero di veicoli pari a 95, 61 e 32. Questo segmento del mercato vanta i dieci maggiori fondi con una raccolta complessiva di \$ 100 miliardi, in linea con una tendenza già evidenziatasi nel 2005.

Le operazioni di *leveraged buyout* che nel periodo 2000-02 avevano fatto registrare volumi medi annui intorno ai \$ 30 miliardi sono cresciute in misura esponenziale, per numero di *deal* conclusi, per capitali impiegati, per distribuzione geografica e settoriale: la tabella che segue illustra chiaramente il *trend* di forte incremento che ha contrassegnato il segmento negli ultimi anni, per sottoscrizioni e impieghi. Di rilievo il dato relativo allo *stock* di capitali non ancora richiamati, per i quali sussiste l'impegno dei *LP*: insieme alla nuova raccolta rappresenta il serbatoio cui i gestori attingono per concludere affari.

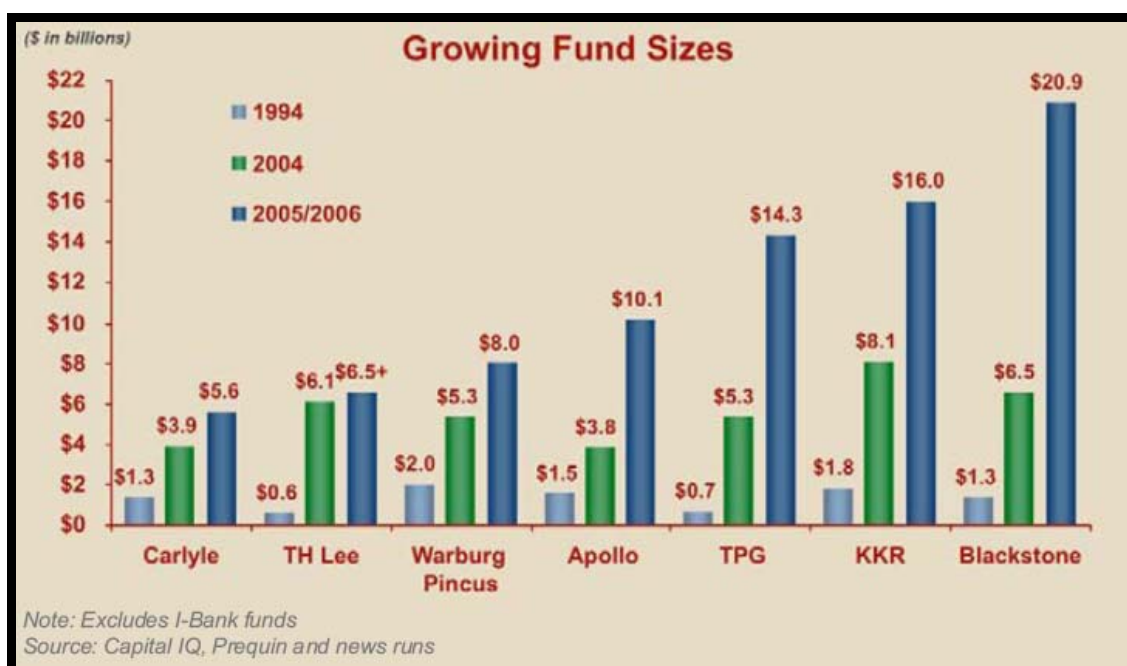
BUYOUT FUND MARKET					
\$ in Billions	2003	2004	2005	2006	Aug.07
Fund raised	24	42,2	183,8	212	157
Deals completed	94,8	136,5	199,4	319	215
Stock of uncalled capital	200	190	230	270	280
Distributions	105	170	240	260	

Source: Buyouts

Il *boom* dei fondi *buyout* si inquadra in un contesto più ampio di sensibile crescita delle operazioni di fusione ed acquisizione, passate da un volume complessivo di \$ 1.900 miliardi del 2004 a circa \$ 2.700 miliardi della prima metà del 2007. Lo sviluppo del *PE* è stato più che proporzionale: le transazioni riferibili a questo segmento del mercato rappresentavano poco più del 10% del totale nel 2004, contro il 23% attuale.

L'attuale ciclo si caratterizza per la tendenza a costituire fondi di dimensioni sempre più grandi, in grado dunque di portare a termine con il complemento di capitale di debito transazioni viepiù importanti, i cosiddetti *megadeal*, dell'ordine di diverse decine di miliardi di dollari. In molti casi, più fondi di diversi operatori si alleano per realizzare i cosiddetti *club deal*, talvolta al centro dell'attenzione delle autorità di controllo che sospettano pratiche collusive e lesive della concorrenza.

Il grafico che segue evidenzia chiaramente tale *trend* a partire dal 1994 per diverse società di *private equity*.



Dopo diversi anni, nel 2005, 2006 e primo semestre 2007 sono state censite negli USA e in Europa svariate mega-operazioni:

- **Hertz**: \$ 15 miliardi (2005, *Carlyle, Clayton Dubilier & Rice, Merrill Lynch*);
- **Albertson's**: \$ 17,4 miliardi (2006, *Cerberus*);
- **Clear Channel Communications**: \$ 25,7 miliardi (2006, *Bain, Thomas H. Lee*);
- **Harrah's Entertainment**: \$ 27,4 miliardi (2006 *Apollo, TPG*)
- **Hospital Corp. of America**: \$ 32,7 miliardi (2006, *Bain, KKR, Merrill Lynch*);
- **Equity Office Properties Trust**: \$ 38,9 miliardi (2007, *Blackstone*).

Sono state effettuate transazioni di notevoli dimensioni persino su *lower-target company*, operanti in settori estremamente ciclici e *capital intensive* come il tecnologico (*Freescale Semiconductor*, \$ 17,06 miliardi, 2006; *Philips Semiconductor* \$ 9,05 miliardi, 2006) oppure sottoposti a forti vincoli regolatori, come le *utility* (*TXU*, \$ 45 miliardi, 2007).

La dimensione media dei *deal* si attesta intorno a \$ 1,3 miliardi, un valore di gran lunga maggiore dei \$ 400 milioni degli anni '80, decennio in cui si sviluppò la prima ondata di operazioni ad alta leva¹.

Che ci sia una correlazione diretta tra dimensioni dei fondi e transazioni realizzate è chiaramente dimostrato da un operatore, *Carlyle Group*, che sotto questo aspetto costituisce un'eccezione: a fronte di un numero medio di fondi, gestiti da operatori di pari *standing* intorno a 10, questo gruppo ha, dati 2007, una scuderia di 48 fondi. Nel 2005 e nel 2006 ha lanciato in media 11 nuovi veicoli. La sua operatività è focalizzata su affari² di dimensione media.

¹ "Assessing risks to global financial stability" Fondo Monetario Internazionale, SEPT. 2007

² "Carlyle steps into the light", *Business Week*, 12 FEB. 2007

Molteplici sono i fattori all'origine di questa tendenza: oltre all'abbondante disponibilità di risorse finanziarie a buon mercato, a evidenti economie di scala soprattutto per spese legali e *due diligence*, ai limiti percentuali di patrimonio investibile in un singolo affare imposti dalla *governance*, rileva anche il fatto che negli ultimi cinque anni le grandi capitalizzazioni, soprattutto negli USA, hanno sottoperformato rispetto a *small e mid caps*.

Non da ultimo merita richiamare uno studio recente¹ in cui si ipotizza che alla base del *trend* in questione potrebbe esserci semplicemente una questione di flussi commissionali. In un'analisi comparata di fondi *buyout* e *venture capital*, gli autori verificano che i primi producono meno reddito per unità di attivo gestita pur garantendo ai partner e ai professionisti coinvolti maggiori compensi. Ciò è dovuto sostanzialmente al meccanismo insito nelle *management fee* che, calcolate in percentuale fissa sul totale del patrimonio in gestione, aumentano con il crescere delle dimensioni del fondo, indipendentemente dai risultati gestionali. Ricerche di mercato² quantificano in \$ 12,4 miliardi le commissioni di gestione incamerate dai fondi nel 2006, più del doppio del 2000, rispetto a un *carry pool* di circa \$ 24 miliardi.

L'allineamento di interessi tra *GP* e *Lp* appare dunque ancora garantito, ma nelle fasce dimensionali più grandi si contano circa 20 fondi che rendono annualmente oltre \$ 100 milioni di *management fee*: si tratta di oltre \$ 1 miliardo lungo l'intera ciclo di vita mentre soltanto una dozzina di fondi hanno mai incamerato *carry fee* superiori ai \$ 500 milioni. In un contesto di rallentamento economico e di peggioramento dei rendimenti non è azzardato pronosticare un sorpasso delle commissioni di gestione su quelle di *performance*.

La competizione tra megafondi e operatori strategici alla ricerca di occasioni di crescita si è tradotta in uno squilibrio tra offerta e domanda: ne è derivato un

¹ *The Economics of Private Equity Funds*, A. Metrick e A. Yasuda, University of Pennsylvania, The Wharton School, FEB. 2007

² *Private Equity Intelligence Report*, MAR. 2007

aumento dei multipli che, come mostra la tabella seguente, crescono in proporzione diretta con la taglia della transazione.

FUND SIZE VS MULTIPLES						
FUND SIZE	purchase price / ebitda (X)		debt / ebitda (X) jan-sept 2007	ebitda / cash interest (X) jan-sept 2007	WTD av new issue ins spreads (bp)	
	2005	2006			2004	sept. 2007
	> 250 mln €	8,1x	9,5x	5,21x	2,76x	295
250 - 500 mln €	8,9x	10,4x	5,85x	2,41x	288	262
500 - 999 mln €	9,9x	10,7x	6,36x	2,34x	294	254
> 1 billion €	10,1x	10,9x	6,75x	2,07x	302	244

Ns. elaborazione su dati S&P's

EUROPEAN BUYOUT FUNDS BY SIZE - INVESTMENT HORIZON RETURNS AS OF 31 DEC. 2006 (NET IRR)					
FUND SIZE	1 YR	3YR	5YR	10 YR	20 YR
> 250 mln €	32,7	6,8	3,5	10,8	12,2
250 - 500 mln €	34,6	16,3	9,2	22,1	17,6
500 - 999 mln €	7,3	0,9	-2,6	19,4	20
> 1 billion €	31,4	21,2	12,8	12,2	12,2
All Buyouts	29,6	15,3	8,3	14,3	14,4

Source: Thomson - EVCA

Da questa tabella si ricava inoltre come il maggior potere negoziale nei confronti dei finanziatori, tipico dei grandi fondi, si riverbera sulla strutturazione del *debt package*, più aggressivo e meno costoso al crescere delle dimensioni: nei primi nove mesi del 2007, i multipli *debt/ebitda* mostrano un andamento ascendente direttamente proporzionale al volume della transazione, passando da un minimo di 5,21x, per le operazioni sino a € 250.000, ad un massimo di 6,75x per quelle superiori a €1 miliardo. Più deboli, ovviamente, i

rapporti di copertura. A fronte di tale maggior rischio si riscontrano *spread* più bassi ed in costante discesa dal 2004 per le *tranches* istituzionali (*TLB e TLC*) dei *leveraged loan*. Per quanto concerne i rendimenti dei fondi nel periodo 1980-2006, si evidenzia una *sovrapformance* dei megafondi (con *asset* gestiti superiori a €1 miliardo) rispetto alla media nell'arco temporale fino a 5 anni, ed una *sottopformance* su 10 e 20 anni. A conclusioni simili giungono anche analisi empiriche.

Diversi studiosi^{1, 2} hanno indagato gli effetti che lo squilibrio tra domanda e offerta produce su prezzi e ritorni delle transazioni. Un eccessivo flusso di risorse concentrato sui migliori gestori³ determina un aumento delle dimensioni dei fondi che gli stessi di volta in volta lanciano.

I megafondi catturano le prime pagine dei quotidiani finanziari e, sicuramente, sono tra i principali *player* del mercato, condizionandone l'andamento. Un ruolo più defilato, ma non meno importante, è svolto dai fondi di dimensioni medio-piccole che, inevitabilmente, si concentrano su transazioni e *target* ridotti.

Le dimensioni aziendali ridotte, se soprattutto in passato rappresentavano in qualche modo anche un punto di forza poiché conferivano maggiore flessibilità al sistema produttivo e maggiore capacità di adattamento ai mutamenti nella domanda, oggi spesso si sono trasformate in criticità nel confronto internazionale. Le piccole imprese si trovano, oggi, a dover affrontare problemi legati all'efficienza e alle difficoltà connesse allo sviluppo di nuovi prodotti, con conseguente scarsa innovazione sia negli *output* produttivi che nei processi, dispongono di limitati strumenti al servizio dell'internazionalizzazione e difficilmente riescono a competere sui mercati

¹ P. Gompers and J. Lerner, *Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations*” *Journal of Finance Economics*, 55, 2000

² Gottshlag and Zipser “*Money chasing deals and deals chasing money: the impact of supply and demand on buyout performance*, 2006

³ “*European Private Equity Funds – A Cash Flow Based performance analysis*, Christopher Kaserer, Christian Diller, Centre for Entrepreneurial and Financial Studies, Monaco, MAY 2004

globali, dove la concorrenza è estremamente accesa. Raramente vantano al loro interno quelle competenze tecnico-manageriali che consentirebbero un rapporto alla pari con gli istituti di credito, l'avvio di processi di innovazione tecnologica o l'impostazione di pianificazione strategica.

In molte occasioni, quelle società che sono approdate in Borsa con la speranza di compiere un salto dimensionale, si son trovate a dover sostenere costi eccessivi rispetto a prospettati vantaggi non materializzati: scarsa attenzione da parte di analisti concentrati sulle grandi capitalizzazioni, volumi trattati e liquidità irrisori, discrepanze di valutazioni rispetto a società più grandi e difficoltà a reperire capitali a condizioni *fair*. Una serie di fattori che spinge a *going private*.

Nei paesi industrializzati le aziende a controllo familiare rappresentano tipicamente 2/3 del sistema imprenditoriale e circa la metà del prodotto. Si calcola¹ che nel periodo 1990-2005 siano state coinvolte in operazioni di *LBO* circa 2.250 imprese di questo tipo, in pratica una transazione su cinque. Secondo un ricerca della società di revisione *Grant Thornton*² su un campione di 6.300 medie aziende a livello mondiale, la successione è vista come un momento estremamente delicato nella vita dell'impresa e, soprattutto in Germania e nel Regno Unito, una minima percentuale di imprenditori pensa di lasciare le redini ai figli: per i fondi di *PE* e le operazioni di *family leveraged buyout* si aprono molteplici occasioni.

La realtà italiana è emblematica: si stima che siano a controllo familiare oltre il 90% delle imprese con meno di 10 addetti, contribuendo all'occupazione per l'80% della popolazione attiva. Meno di un quarto di esse riesce però a sopravvivere alla delicata fase del ricambio generazionale. Il 43% degli imprenditori italiani ha superato i 60 anni e ogni anno circa 20.000 aziende si trovano a dover affrontare il problema della successione. Secondo

¹ *Economist, Private equity funds look for strenghts in numbers, Peter Cornelius, Oliver Gottshlag e Maurizio Zollo, 6 APRIL 2006*

² *Internation Business Owners Survey*

dati AIFI, tra il 1998 e il 2005 sono da ricondurre al canale “*Family and Private*” circa il 50% delle operazioni di *buyout* effettuate in Italia, a fronte del 24%, in Europa.

In tale contesto, i fondi di *private equity* dedicati a questa nicchia di mercato possono innestare nelle società partecipate o acquisite professionalità e competenze, esaltando il potenziale di crescita latente e accelerando l’incremento dei margini, aggredendo nuovi mercati o settori di attività. Vengono apportati sistemi di *budgeting* e *reporting* evoluti, si impostano principi di *corporate governance*, si inserisce l’impresa nel proprio *network* di contatti e relazioni per realizzare sinergie e cogliere opportunità di *business*.

Secondo i dati riportati dal *Private Equity Monitor*¹ sono state realizzate in Italia nel 2006 più di 100 operazioni con il 65% rappresentato da *buyout*, con una forte prevalenza delle regioni settentrionali e una distribuzione settoriale che ha interessato soprattutto comparti tradizionali a scapito dei settori tecnologico e media.

Riguardo alle dimensioni delle società *target* in termini di fatturato, è da rilevare la concentrazione nel segmento inferiore ai €30 milioni (36%) mentre nella fascia tra i 30 e i 60 milioni è stato realizzato il 21% degli investimenti. Il 13% del campione è rappresentato da aziende con ricavi tra i €60 e i 100 milioni. Il rapporto prezzo d’acquisto su *ebitda* è passato da 5,8x del 2005 a 7,1x nel 2006, pari a 1,1x le vendite. Il rapporto *debt/equity* medio è di 2,9, tendenzialmente in linea con il dato 2005, con un valore assoluto di debito conferito pari a €275 milioni. Mediamente, il debito netto erogato risulta pari a 5,6x il margine operativo lordo, da 4,2x dell’anno precedente.

Dall’inizio del 2007 è emersa chiaramente a livello mondiale una tendenza di cannibalizzazione da parte dei megafondi a scapito dei *mid market funds*: questi ultimi, nella prima parte dell’anno, hanno registrato un sensibile calo delle adesioni che li ha riportati ai livelli di raccolta del secondo semestre

¹ Rapporto *Private Equity Monitor* 2006, Università Carlo Cattaneo LIUC

2004¹. Anche i tassi di “*relative close*”, ossia la velocità di raccolta delle adesioni, denotano difficoltà dei veicoli fino a \$ 500 milioni a fronte di dati molto più brillanti per i più grandi. Si riscontra un rapporto di fondi in sottoscrizione/fondi chiusi di 3,1 sino a \$ 250 milioni, contro 1,1 per quelli nel *range* \$ 1-5 miliardi. Il dato è nel complesso ascrivibile, per un verso, all’entrata nel mercato di nuovi operatori che scontano barriere all’ingresso di ordine dimensionale, dall’altro, al passaggio di alcune affermate *firms* da un segmento di mercato all’altro.

Sul fronte degli affari conclusi, invece, il terzo trimestre del 2007 ha visto proprio gli operatori del *mid market* trainare l’attività².

In Europa, è stato proprio questo segmento l’unico ad aumentare il numero dei *deals*, da 41 a 49 e il volume, da \$ 23 a \$26,5 miliardi, arrivando a rappresentare il 63% del totale rispetto al 39% del trimestre precedente.

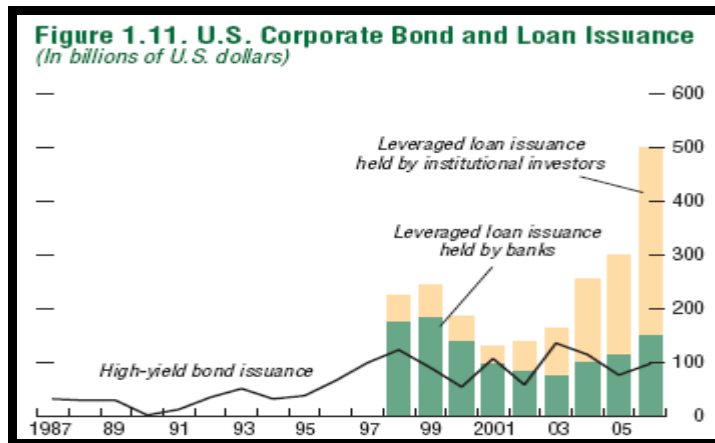
Evidentemente si sconta la maggiore capacità delle piccole e medie imprese di adattarsi in modo più flessibile a mutamenti di scenario e la volontà degli operatori di avviare una maggiore diversificazione del portafoglio.

Per tornare alle caratteristiche dell’attuale ciclo di *LBO*, va detto che il ricorso al mercato del debito è stato massiccio, con una notevole accelerazione a partire dall’anno 2003: il grafico che segue evidenzia chiaramente, in una prospettiva ventennale, il ruolo prevalente dei prestiti ad alta leva rispetto alle obbligazioni, ancor più rimarchevole dato lo sviluppo che i *bond* hanno nel mercato statunitense rispetto all’Europa.

Rileva anche il progressivo affermarsi negli ultimi anni di investitori istituzionali non bancari.

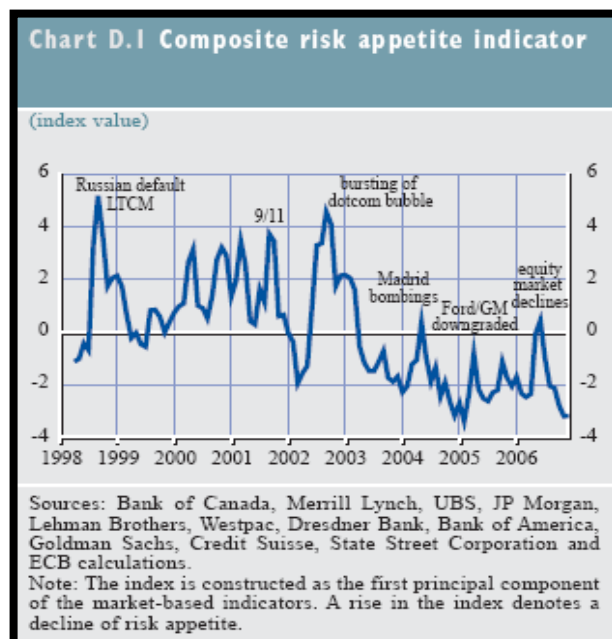
¹ *Private Equity Intelligence Report*, AUG. 2007

² “*Unquote Private Equity Barometer Q3 2007*, *Incisive media*, *Candover*



Contesto economico e liquidità

A conferma di una correlazione consolidata, l’espansione del settore “fusioni ed acquisizioni”, e, nel suo ambito, della particolare nicchia dei fondi di *private equity* è stata accompagnata e favorita da un andamento positivo dei mercati azionari mondiali. Superata la fase *post* 11 settembre, a partire dal marzo 2003, i principali listini azionari hanno intrapreso un *trend* ascendente che li ha portati a raddoppiare (*world equity index*) o quasi triplicare (*MSCI emerging market equity index*) le quotazioni. Hanno concorso a ciò una dinamica degli utili delle imprese molto positiva, con il mantenimento di livelli di rapporto prezzo-utili nella media storica.



In sostanza, un rinnovato appetito per il rischio (cfr. grafico).

I profitti aziendali, misurati in percentuale sul PIL, hanno conosciuto una netta impennata a partire dal 2001, discostandosi sensibilmente dalla media del precedente decennio intorno all'8%, per arrivare a rappresentare una quota del 12%.

Nel periodo si è verificata, altresì, una espansione del *cash flow*, che non si è tradotta per varie ragioni in un proporzionale aumento della spesa in conto capitale: nello specifico, in Europa, Stati Uniti e paesi emergenti asiatici le aziende si sono mostrate molto prudenti nell'ampliamento della capacità produttiva in quanto scottate dalla sovracapacità accumulata negli anni '90. In Giappone, le imprese hanno dato prova di una disciplina ferrea, probabilmente riconducibile alla pluriennale esperienza deflazionistica.

Le imprese *target*, costrette a fronteggiare *input costs* in crescita ed un livello più elevato di pressione competitiva, hanno avviato programmi di ristrutturazione finalizzati anche a prevenire eventuali *take-over* da parte dei fondi di *PE*.

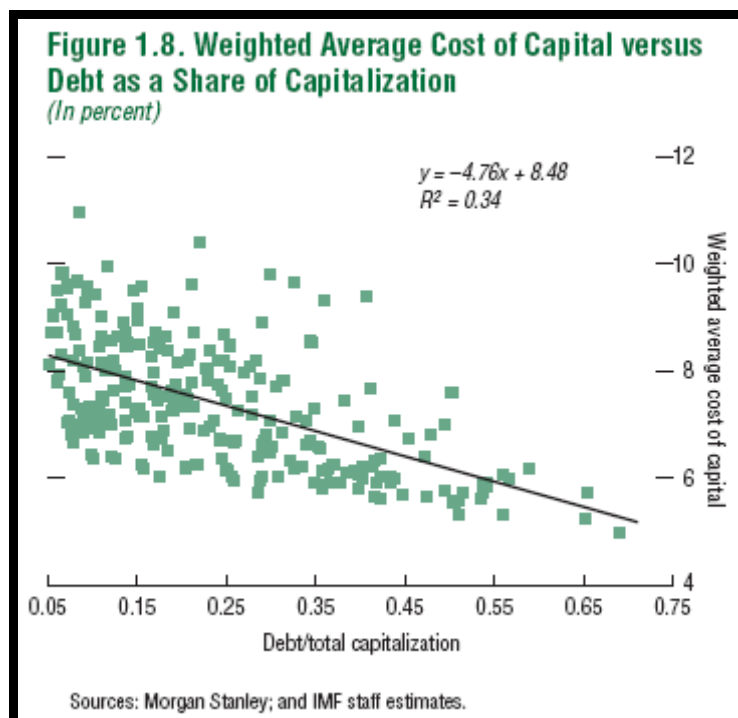
Il significativo incremento del credito accordato dal 2004 in poi al settore *corporate* ha alimentato una più intensa attività di fusioni ed acquisizioni.

Le banche di investimento, allettate da commissioni sempre più ricche, hanno accompagnato questo processo, giocando in molte occasioni su più tavoli: su una transazione di \$ 15,2 miliardi per l'acquisto della società *Kinder Morgan*, *Goldman Sachs* ha intascato \$ 249 milioni di *fees*, in qualità di *advisor*, di organizzatore della sindacazione del debito e in proprio, con la divisione di *private equity*.

Il grafico seguente illustra come, nell'ambito della Unione Europea, ad un aumento della finanza erogata al settore *corporate* si sia accompagnato un allentamento dei criteri di concessione.



In un contesto monetario e di liquidità favorevole molte imprese, come si ricava dalla tabella che segue riferita ai paesi del G3, si sono trovate ad avere una struttura finanziaria non ottimale, con poco debito e un alto costo del capitale medio ponderato: i fondi di *PE* ne hanno tratto lo spunto per operazioni di *capital structure arbitrage*.



Inoltre, l'eccesso di regolamentazione introdotto nel sistema, soprattutto negli Stati Uniti con la legge "Sarbanes-Oxley", a seguito di clamorosi scandali finanziari dei primi anni 2000, ha posto le basi per un incentivo a ritirare i propri titoli dai mercati regolamentati al fine di ridurre i costi amministrativi di *compliance* e di sottrarsi all'attenzione di soci ed autorità di controllo. *Going private* garantisce maggiore riservatezza sui conti e sui pacchetti retributivi per il *senior management*, consente di sfuggire all'imperante *short-termism* e di operare in un contesto di medio-lungo termine. Si evitano dispute su dimensioni e composizione del consiglio di amministrazione e non si dipende da brusche e frequenti variazioni della compagine societaria, e, *last but not least*, si attirano i migliori talenti disponibili sul mercato.

Il contesto macroeconomico esercita una influenza fondamentale sul buon esito delle operazioni degli operatori di *private equity*, soprattutto nelle fasi di mercato in cui la competizione e lo squilibrio tra fondi disponibili e *target* spingono in alto i multipli. La tabella¹ che segue è molto indicativa.

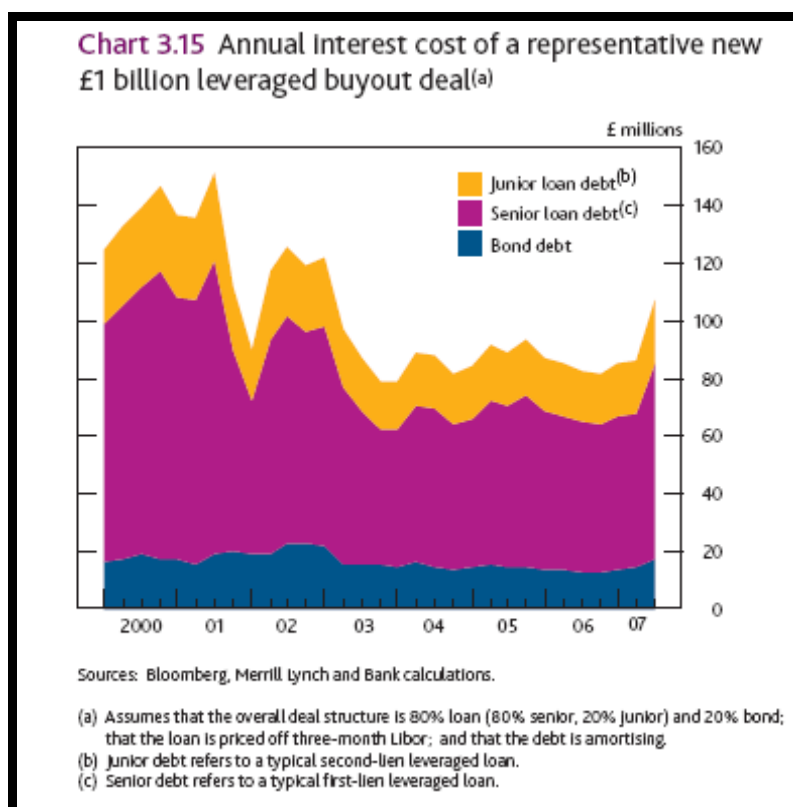
	Positive Conditions	Slow Growth	Higher Inflation	Higher Yields	Slow Growth and Higher Yields
Assumptions					
Sales growth (percent)	10	0	10	10	0
Profit margin to sales (percent)	15	10	10	15	5
Debt service cost (percent)	8	8	10	12	12
Results (at end of year seven)					
Enterprise value (US\$ millions)	441.0	80.8	229.0	390.0	-62.4
Return on firm equity at time of exit (percent)	33.0	6.0	15.1	22.6	-3.6
Capital gain on private equity (percent)	1,135.0	126.0	543.0	992.0	-274.8
Capital gain on public company (US\$ millions)	341.0	-19.2	129.0	290.0	-162.4
Source: IMF staff estimates.					
Note: Example based on a public company with enterprise value of \$100 million, gross profit of 10 percent, and debt service cost of 7 percent. Firm is assumed to be sold at end of year seven.					

Viene presentata una analisi di sensitività a diversi scenari congiunturali di una transazione tipo relativa a una impresa quotata con \$ 100 milioni di *enterprise value*, utili lordi del 10% e servizio del debito pari al 7%. Si

¹ *Assessing risks to global financial stability, International Monetary Fund, SEPT. 2007*

ipotizzano, all’origine, multipli su flussi di cassa pari a 10x per il prezzo di acquisto e 7x per il debito: in sostanza, un caso in linea con i rapporti medi reali di mercato. Appare evidente che lo scenario che maggiormente impatta in modo negativo sulla evoluzione della gestione è la stagflazione.

Nel grafico¹ seguente viene invece rappresentata la sensitività all’andamento dei tassi di interesse, nel periodo 2000 - 2007, di un’operazione di *LBO* di £ 1 miliardo finanziata all’80% con prestiti (80% *senior* e 20% *junior*) e il restante 20% con obbligazioni. Da notare la discesa del costo del debito a partire dal 2002 e il repentino incremento registrato a metà 2007.

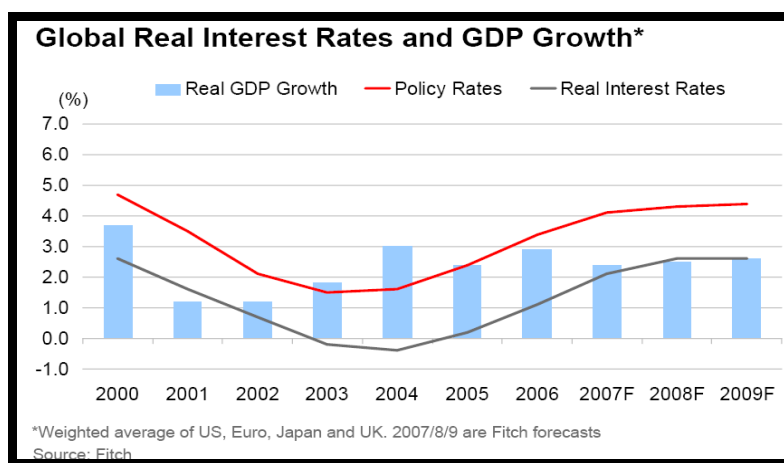


Nel periodo di riferimento, la dinamica congiunturale globale è stata particolarmente favorevole con una crescita sincrona e sostenuta delle diverse aree geografiche: Europea, Giappone e, soprattutto, paesi emergenti hanno contribuito in misura sostanziale alla ripresa affiancandosi agli Stati Uniti,

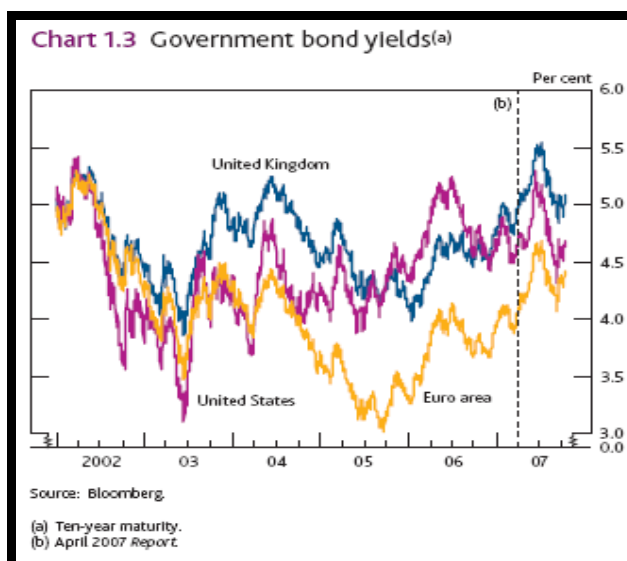
¹ *Financial Stability Report, Bank of England, OCT. 2007*

tradizionale locomotiva dell'economia mondiale. Lo stesso colossale *deficit* delle partite correnti USA ha arrestato la sua corsa. Nonostante il notevole incremento dei prezzi energetici e delle *commodities*, la dinamica inflazionistica è stata contenuta, soprattutto grazie all'effetto disinflazionistico delle produzioni a basso costo dei paesi emergenti.

Ne è seguito un *trend* di ampia liquidità monetaria, con i tassi reali a breve che hanno segnato tra il 2003 e l'inizio del 2005 livelli reali negativi (cfr. grafico).



Anche i tassi di mercato, misurati sui bond governativi a dieci anni, hanno mantenuto livelli complessivamente contenuti toccando, tanto negli USA quanto in Europa, minimi storici (cfr. grafico)



I paesi emergenti hanno accumulato ingentissime risorse valutarie, sia per proventi derivanti dall'esportazione di materie prime e petrolio, che per il crescente ruolo di potenze manifatturiere nell'ambito del sistema economico mondiale.

Molti di questi paesi hanno costituito “*sovereign funds*”, (cfr tabella seguente) dotati di volumi impressionanti di liquidità e sempre più attivi nel settore finanziario con l'acquisizione di partecipazioni importanti in banche e società di *PE*. I loro massicci acquisti di titoli di Stato *USA* hanno contribuito in misura determinante a finanziare l'imponente *deficit* delle partite correnti degli Stati Uniti, calmierando altresì la dinamica dei tassi di interesse di mercato.

I FONDI "SOVRANI"		
Paese	Fondo	Asset
<i>Emirati Arabi</i>	<i>Adia</i>	875
<i>Singapore</i>	<i>Gic</i>	330
<i>Arabia Saudita</i>	<i>Diversi</i>	300
<i>Norvegia</i>	<i>Government Pension Fund</i>	300
<i>Cina</i>	<i>State Foreign Exchange/Central Huijin</i>	300
<i>Singapore</i>	<i>Temasek Holdings</i>	100
<i>Kuwait</i>	<i>KIA</i>	70
<i>Australia</i>	<i>Australian Future Fund</i>	40
<i>Usa (Alaska)</i>	<i>Permanent Fund Corporation</i>	35
<i>Russia</i>	<i>Stabilisation Fund</i>	32
<i>Brunei</i>	<i>Brunei Invest. Agency</i>	30
<i>Coreadel Sud</i>	<i>Korea Invest. Corporation</i>	875

Fonte Morgan Stanley

Ad una situazione di liquidità monetaria particolarmente favorevole si è accompagnata, nel periodo, una fase molto positiva di *market liquidity*, intesa generalmente come capacità degli operatori di realizzare transazioni su *asset classes* senza determinare apprezzabili variazioni dei prezzi.



L'indice di *financial market liquidity* sopra riportato, che fornisce un'idea dell'abbondante liquidità presente nel mercato a partire dal 2003 e della sua letterale evaporazione a seguito della crisi dell'estate 2007, è costruito sulla base dei seguenti parametri¹:

- ***bid-ask spreads***, o *gap* denaro-lettera in una transazione su titoli: rappresenta la cosiddetta “*tightness*” e in condizioni normali è determinata principalmente da caratteristiche strutturali del mercato. In situazioni di illiquidità, invece, i *market-makers* ampliano tale *gap* per remunerare il rischio di non riuscire a ricollocare immediatamente le attività acquistate;
- ***depth***: si tratta della “profondità” del mercato, ossia il volume di transazioni possibili senza influenzare i prezzi correnti;

¹ Kyle, A, 1985, “ *Continuous auctions and insider trading*”, *Econometria*, vol. 53

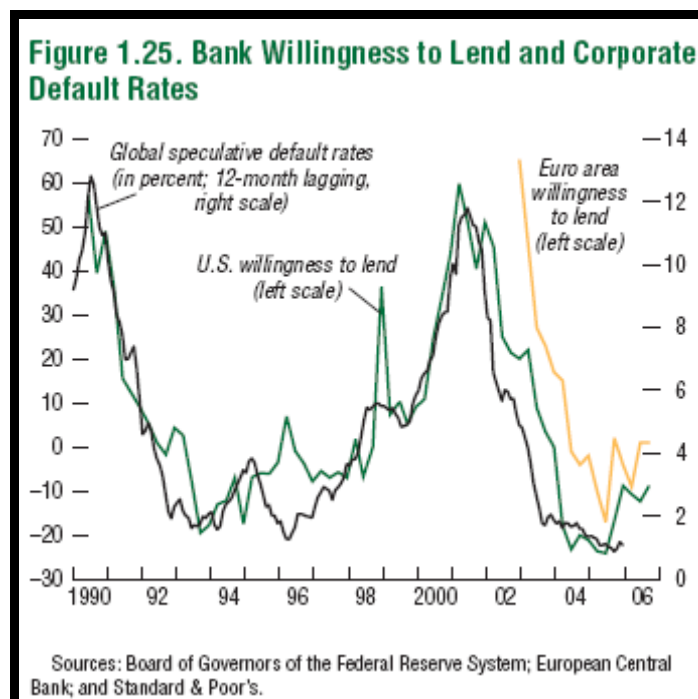
- **resiliency**: la velocità con cui rientrano le fluttuazioni provocate sui prezzi dagli scambi;
- **liquidity premia**: l'extrarendimento richiesto dagli investitori per detenere *assets* contraddistinti da maggior rischio di liquidabilità.

In una situazione di liquidità complessiva favorevole si è manifestata una ripresa sostenuta del ciclo creditizio con *spread* molto contenuti. I grafici che seguono, elaborati dalla Banca Centrale Europea, mostrano chiaramente come per le obbligazioni societarie con *rating* A e BBB i differenziali di rendimento hanno avuto un andamento in sensibile diminuzione a partire dal 2002-03. Gli emittenti *speculative-grade* hanno visto crollare il loro premio al rischio da 1.600 *bp* del 2002 a 200 *bp* della prima metà del 2007.

Nello stesso periodo di riferimento il costo della protezione dal rischio di credito, prezzato dall'indice Itraxx , è passato da una media di 200 a 20 *bp*.



I tassi di insolvenza aziendale hanno registrato i minimi storici, in parte anche perché il diffondersi nelle strutture di *LBO* di “*incurrence covenants*”, in luogo dei più severi “*maintenance covenants*”, sposta nel tempo talvolta ad un punto di non ritorno l’emergere di sintomi di crisi. Il grafico seguente evidenzia, su un periodo storico che va dal 1990 al 2006, l’andamento del tasso di *default* mondiale per emittenti *speculative grade*, in correlazione con l’allentamento o irrigidimenti dei criteri di concessione del credito. Si ricava anzitutto una stretta correlazione del ciclo del credito con i cicli delle operazioni *LBO*: all’inizio degli anni ’90 viene toccato un picco di insolvenze retaggio dell’intensissima attività dei fondi di *PE* nella seconda metà degli anni ’80. Segue una brusca inversione di tendenza che accomuna *default* e disponibilità a prestare: vengono poste le basi per un ulteriore ciclo di acquisizioni ad alta leva che si infrange successivamente con la crisi del periodo intorno all’attentato terroristico al *World Trade Center* per arrivare alla recente ondata di operazioni a partire dal 2003.



Innovazione

L'anello di congiunzione tra liquidità e innovazione è rappresentato dai nuovi *player* della finanza mondiale, in particolare le banche centrali asiatiche, i paesi *OPEC*, gli *HF*s e fondi di *PE*. Come evidenzia la tabella che segue, tratta da uno studio di *McKinsey Global Institute*, questi denotano tassi di crescita tali da ipotizzare futuri sorpassi nei confronti di investitori istituzionali storici e consolidati, quali fondi pensioni e fondi investimento, che, pur crescendo a ritmi decisamente meno sostenuti, tendono ad aumentare nelle loro scelte di portafoglio le risorse destinate a fondi di *PE*. In questo senso gli Stati Uniti sono all'avanguardia, con una quota del 7,5% mentre Giappone ed Europa (rispettivamente 2,5% e 4%) stanno recuperando velocemente.

THE NEW POWER BROKERS ARE LARGE AND GROWING RAPIDLY		
Assets under management	2006	CAGR 2000-2006
	<i>\$ trillion</i>	<i>%</i>
Pension funds	21,6	5
Mutual Funds	19,3	8
Inaurance assets	18,5	11
Petrodollar assets	3,8	19
Asian Central Banks	3,1	20
Hedge Funds	1,5	20
Private equity	0,7	14

Fonte: McKinsey Global Institute

Un ruolo particolare è svolto dagli *HF*s, protagonisti negli ultimi anni di una crescita tumultuosa sia sotto il profilo numerico che per le masse amministrare: a fine 2006 *Hennessee Group LLC* censiva 9.800 fondi per un valore complessivo di *asset* gestiti di \$ 1.600 miliardi. Soprattutto grazie ad un numero crescente di investitori istituzionali alla ricerca di rendimenti più elevati in *asset class* alternative, questi operatori sono di gran lunga i *market*

maker nel settore dei derivati del credito, del *distressed debt* e delle obbligazioni dei paesi emergenti, svolgendo altresì un ruolo importante nei mercati azionari e di reddito fisso dei paesi anglosassoni.

Con la loro attitudine ad assumere posizioni rischiose, complesse ed illiquide, gli *HF* contribuiscono a creare *depth*, soprattutto nei momenti di turbolenza, e ad aumentare la *resilience* complessiva del sistema finanziario.

Nel contempo, tuttavia, risultano poco trasparenti, non soggiacciono ai requisiti regolamentari applicati agli intermediari bancari, tranne rare eccezioni non dispongono di fonti di finanziamento stabili e sono quindi costretti, talvolta, a liquidare il portafoglio per rimborsare le linee di credito.

Si tratta di un settore molto concentrato, in cui i primi 100 fondi per dimensioni rappresentano il 50% del totale, con punte di 20-30 miliardi di dollari di attivi per gruppo di fondi.

Lo sviluppo di questi operatori è stato, negli ultimi anni, molto più marcato in Asia ed Europa che attualmente rappresentano l'8% ed il 24% del mercato, il doppio rispetto al 2002, mentre gli Stati Uniti hanno visto la loro quota scendere dall'80% al 65%.

La crescita degli *HF*s ha coinciso con, e ha indubbiamente favorito, l'avvento di importanti e strutturali innovazioni finanziarie che, per effetto, possono essere assimilate a quanto prodotto sull'economia reale dalle innovazioni tecnologiche.

E' a queste che si deve, oltre che a favorevole contesto macroeconomico, abbondante liquidità monetaria e di mercato, l'esplosione delle operazioni ad alta leva.

Gli operatori del settore hanno dato prova di notevole flessibilità nella strutturazione del *debt package* al fine di incontrare le preferenze, le strategie e il livello desiderato di esposizione creditizia dei diversi investitori.

L'innovazione ha trovato il suo principale campo di applicazione nella diffusione e parcellizzazione del rischio, attraverso la cartolarizzazione, la

negoziazione e la vendita degli strumenti di debito, la copertura delle posizioni tramite strumenti derivati. Alla sindacazione dei prestiti, per tradizione una delle tecniche usate dalle banche per ridurre il rischio di concentrazione rispetto a specifici *deal* e controparti, si sono aggiunti i *credit default swap (CDS)* che consentono la compravendita di protezione su singoli *bond*, *loan* e panieri di titoli.

La crescita impetuosa, con il valore nozionale raddoppiato tanto nel 2005 che nel 2006, è stata accompagnata da criticità, soprattutto nella fase di *settlement*¹: per ovviare a ciò si sta affinando la tecnica del *cash settlement* in luogo del *physical settlement*. “Tali strumenti”, ha scritto il Governatore della Banca d’Italia, Mario Draghi, nelle sue Considerazioni Finali di maggio 2007 “possono divenire fonte di instabilità se utilizzati dagli intermediari non per coprire il rischio esistente, bensì per accrescere la quantità dei rischi da assumere”. Diversi autori hanno studiato il ruolo che questi nuovi strumenti di *hedging* svolgono nel sistema finanziario: in uno studio² del luglio 2007, due ricercatori hanno evidenziato la funzione segnaletica e informativa di cui tengono conto gli investitori istituzionali nelle loro decisioni di investimento e nella conseguente formulazione del prezzo di acquisto. E’ stata studiata inoltre la correlazione con le quotazioni azionarie. In un altro *paper*³, si sostiene, invece, che i *CDS* anticipano le modifiche ai *rating* e rappresentano un indicatore di qualità del debito più affidabile dei tradizionali *spread*.

Negli ultimi anni si è sviluppato un mercato secondario dei prestiti che costituiscono l’ossatura delle operazioni di *LBO*, i cosiddetti *leveraged loan*.

Un ruolo primario in questo mercato è svolto da *HF*s e *credit funds* che investono pesantemente in diverse tipologie di strumenti, per lo più derivati dalla consolidata tecnica della cartolarizzazione:

¹ *Caso Deutsche Bank vs. Ambak Financial Group*

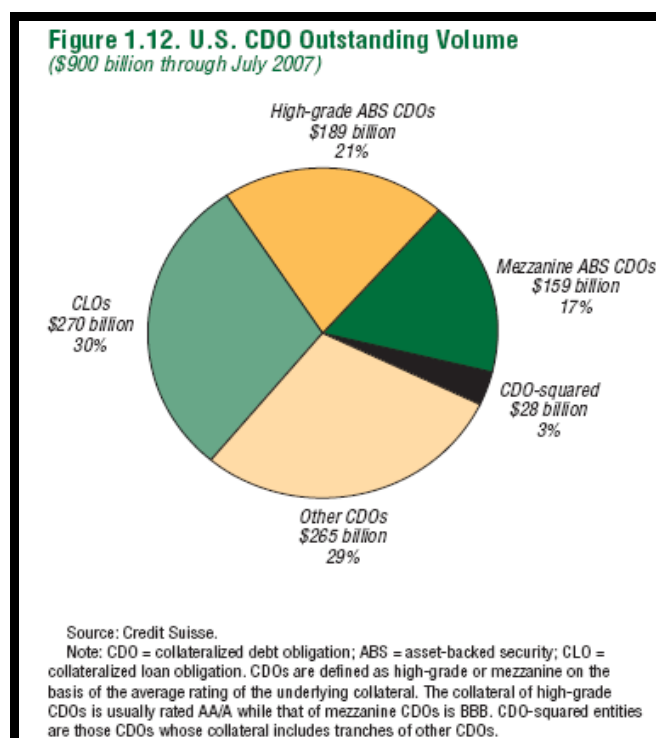
² *Federal Reserve Bank of New York, A. Ashcraft e J. Santos, “Has the credit default swap market lowered the cost of corporate debt?”, JULY 2007*

³ *Hull, Predescu and White, “The relationship between credit default swaps, bond yields and credit rating announcement”, Journal of Banking Finance, 2004*

- **CDO** (*collateralized debt obligation*): titolo obbligazionario che utilizza come garanzia, per il rimborso del capitale ed il servizio del debito, i flussi generati da un portafoglio di *credit/asset*, quali *bond*, emissioni di cartolarizzazioni, *loan senior, junior e mezzanine*, mutui residenziali e mutui commerciali. Le emissioni di *note* dei *CDO* sono strutturate in *tranche* con *rating* diversi, dalla “AAA” a *speculative grade*;
- **CLO-CBO**: (*collateralize loan o bond obligation*): obbligazioni garantite da un portafoglio di prestiti o obbligazioni;
- **CDO statico/dinamico**: i primi (non gestiti) hanno un portafoglio fisso e i crediti al suo interno - di norma di buona qualità e *investment grade* - non possono essere sostituiti quando il loro valore si deteriora. I dinamici, invece, hanno un portafoglio che varia perché viene gestito da un investitore istituzionale - gestore specializzato. Solitamente i *CDO* dinamici arrangiano emissioni tagliate su misura per soddisfare le esigenze specifiche dei singoli investitori istituzionali;
- **Balance-sheet vs. arbitrage cdo** : i primi sono originati prevalentemente da banche che mirano ad alleggerire il proprio bilancio di *pool* di attivi, mentre i secondi nascono dall'opportunità di creare valore impacchettando delle attività in *tranche* di diverso *rating* e sfruttando eventuali inefficienze del mercato;
- **Cash flow CDO**: sono i prodotti più tradizionali, molto simili alle cartolarizzazioni, perché il portafoglio di *asset* genera un flusso utilizzato per il servizio dei titoli;

- **Synthetic CDO**: utilizzano come garanzia un *pool* di strumenti derivati, solitamente *CDS*. Replicano il portafoglio tradizionale formato da *asset*/crediti reali. Alcune banche sono specializzate nella loro creazione per replicare esattamente i *CDO*;
- **Squared CDO**: sono costruiti con un portafoglio di titoli di altri *CDO*;
- **Funded CDO**: finanziano l'acquisto dei crediti del loro portafoglio attraverso l'emissione di titoli con vario *rating*;
- **Unfunded CDO**: non c'è emissione di titoli, ma soltanto un contratto.

Questi prodotti di ingegneria finanziaria nel 2006 hanno messo a segno emissioni per un totale di oltre \$ 500 miliardi: particolarmente vivaci i sottogruppi relativi a *High Yields Loan* (\$ 180 miliardi) e prodotti strutturati \$ 300 miliardi).



Negli Stati Uniti i *CDO* in circolazione ammontano (set. 2007) a \$ 911 miliardi, di cui circa il 30% rappresentato da *Collateralized Loan Obligation* (cfr.grafico).

Di particolare interesse per gli operatori di *LBO* sono i *CLO* in quanto costruiti su *loan portfolio*.

Le innovazioni finanziarie descritte hanno determinato negli ultimi anni una evoluzione strutturale del sistema finanziario internazionale, inducendo le banche ad abbandonare il loro tradizionale approccio “*buy-and-hold*” per un più sofisticato “*originate-and-distribute*” model: con la vendita dei *loan* sul mercato secondario, con la loro cartolarizzazione, reale o sintetica attraverso i *CDS*, è possibile ridurre il rischio di concentrazione realizzando una maggiore diversificazione dei prenditori, liberare patrimonio di vigilanza e incrementare il volume di credito erogato, migliorare il *pricing* mutuando informazioni in tempo reale dal mercato dei derivati.

Su un piano di stabilità finanziaria, un miglioramento del *risk-sharing* irrobustisce la *resilience* del sistema, ma rende più complesso il compito di autorità monetarie e di controllo.

Allo stesso tempo una dicotomia tra *risk-taker* e *risk-holder* può, tuttavia, indebolire gli incentivi per una corretta valutazione del rischio di credito nella fase di concessione e allontanare a dismisura il creditore dal debitore, deteriorando la fase di monitoraggio e esaltando il ruolo delegato a agenzie di *rating* e gestori di veicoli strutturati. Investitori meno sofisticati possono non apprezzare appieno il fatto che i *rating* forniscono soltanto una valutazione sommaria della rischiosità di un prodotto. La punizione del *moral hazard* rischia di colpire l’obiettivo sbagliato.

Le grandi istituzioni finanziarie si trovano ad essere viepiù dipendenti da un livello molto sostenuto di liquidità sistemica, sia per distribuire il rischio originato, sia per adeguare il proprio portafoglio in presenza di bruschi movimenti del mercato. Il rischio di controparte diventa sempre più importante,

tanto per il rispetto di obbligazioni assunte da entità spesso non regolamentate, poco trasparenti e sprovviste di adeguate riserve di liquidità, quanto per la possibilità di dover inaspettatamente mantenere in bilancio attivi originariamente destinati alla vendita.

Raffronto con il ciclo degli anni '80

In conclusione, mette conto di delineare un breve paragone tra il presente ciclo di *LBO* e gli anni '80, decennio in cui questa tecnica di acquisizione fu sviluppata e affinata negli Stati Uniti.

Allora, come negli ultimi anni, il quadro economico era positivo: nel 1975 iniziò una fase di crescita che durò oltre un decennio. I rendimenti dei *Treasury* decennali, toccato un massimo del 14% nel 1981, calarono gradualmente all'8% nel 1987. Nel 1982 prese avvio in Borsa un ciclo rialzista destinato a durare sino al crollo dell'ottobre 1987, supportato da un processo di smembramento dei grandi conglomerati e da una accentuata focalizzazione delle aziende sul *core business*. Politicamente, il periodo fu contrassegnato dal *laissez faire* reaganiano, dalla decisione della Corte Suprema del 1982 che indebolì sensibilmente la legislazione *antitakeover* degli Stati Uniti, dalla deregolamentazione che penetrò nell'intero sistema economico.

Le istituzioni finanziarie, allettate da nuove fonti di guadagno, escogitarono nuove tecniche: l'innovazione, che nel ciclo del 2000 porta il nome di *credit risk transfer*, negli anni '80 fu costituita dai cosiddetti *junk bond*.

Le parole di *Lou Gerstner*, ex *chairman* della società *RJR Nabisco*, (target del più grande LBO degli anni '80: \$ 31,3 miliardi), all'inaugurazione dell'anno accademico della *Brown University* nel 1997, sintetizzano il ruolo svolto da tali strumenti di debito. "A number of factors combined to fan the frenzy. The Internal Revenue Code, by making interest but not dividends

deductible from taxable income, in effect subsidized the trend. That got LBOs off the ground. What made them soar were junk bonds. Of the money raised for any LBO, about 60% , the secured debt, comes in the form of loans from commercial banks. Only about 10% comes from the buyer itself. For years, the remaining 30% -- the meat in the sandwich – came from a handful of major insurance companies whose commitments sometimes took months to obtain. Then, in the mid-eighties, Drexel Burnham began using high-risk “junk” bonds to replace the insurance company funds. The firm’s bond czar, Michael Milken, had proven his ability to raise enormous amounts of these securities on a moment’s notice for hostile takeovers. Pumped into buyouts, Milken’s junk bonds became a high-octane fuel that transformed the LBO industry from a Volkswagen Beetle into a monstrous drag racer belching smoke and fire. Thanks to junk bonds, LBO buyers, once thought too slow to compete in a takeover battle, were able to mount spilt-second tender offers of their own for the first time.”

Le obbligazioni spazzatura, utilizzate originariamente come surrogato dei prestiti bancari da parte di aziende poco conosciute, con elevato profilo di rischio e *start-up*, divennero ben presto di uso comune anche per imprese con solidi *rating* creditizi. Il volume delle emissioni registrò una crescita esponenziale.

La inadeguata *corporate governance* delle società dell’epoca fu sicuramente una delle concause del successo di queste operazioni: l’allineamento di interessi tra *management* e azionisti perseguito oggi con le *stock option* e i piani di incentivazione era minimo, il *focus* dell’azione manageriale non era tanto sulla creazione di valore quanto su misure di *performance* tradizionali quali fatturato ed utili, l’attivismo che contraddistingue ai nostri giorni alcuni investitori istituzionali era appena in nuce. Con le acquisizioni particolarmente aggressive da parte di *raiders* e fondi di *private equity* si creavano le condizioni per una omogeneizzazione di interessi tra gli *stakeholder*.

Lo sviluppo delle operazioni ad alta leva fu tumultuoso, in termini di numero di *deal*, volumi totali e medi. Si registrò una esplosione dei multipli d'acquisto e di leva finanziaria. L'accresciuta concorrenza tra gli operatori portò, come in questi ultimi anni, alla realizzazione di operazioni su *target* non ideali per visibilità e consistenza dei flussi di cassa, barriere all'ingresso, attivi in bilancio. Dalla tabella che segue si ricava sostanzialmente come il basso contributo in termini di *equity*, inferiore al 10% rispetto al 30% attuale, si tradusse in strutture molto aggressive e deboli *coverage ratio*, con la conseguente svendita di *asset* e, talvolta, la compromissione del profilo operativo della società acquisita.

TABELLA DI RAFFRONTO ANNI '80/2007 (primi 9m)		
	Anni 80	2007
Importo deal	400 mln \$	1,3 mld \$
Prezzo acquisto / Ebitda	7,8x	9x
Equity %	< 10%	31%
Debito / Ebitda	6,7x	5,92x
Debito / Interessi	1,27x	2,86x
Spread medio (a)	250bp	180bp
Mezzi finanziari	bond	loan
Finanziatori	banche	istituzionali
<i>(a) per anni '80 debito bancario - per 2007 RC-TLA su DEBT/EBITDA pricing grid 5 - 5,50x</i>		
<i>Fonte: Ns. elaborazione su dati S&P's e S.Kaplan/J.Stein, "The evolution of buyout pricing and financial structure".</i>		

Se oggi il rischio per le banche consiste nel dover svalutare pesantemente e mantenere in bilancio i prestiti ponte concessi prima dello scoppio della crisi del credito dell'estate 2007, allora molti *underwriter* si videro costretti a

ricomprarsi le obbligazioni di società insolventi: fallirono molte “*savings and loans institutions*”, grandi sottoscrittori di obbligazioni spazzatura.

Alcuni studiosi ritengono che negli anni '80 la crisi delle operazioni ad alta leva fu accelerata anche da interventi di ordine politico e regolamentare. In effetti, le autorità di controllo e le agenzie di *rating* spinsero le banche a ridurre la loro esposizione verso società altamente indebitate. Divenne quindi molto più difficile avviare e condurre in porto ristrutturazioni aziendali. Molte delle difese antisalata ancora in uso furono inventate proprio in quegli anni e attivamente utilizzate dai *manager* dell'*establishment* che si sentivano minacciati come da orde barbariche.

In realtà, secondo altri ricercatori¹, la crisi fu sostanzialmente indotta, come nel 2007, da un improvviso e violento *repricing* del rischio da parte degli operatori.

¹ R. McCauley, Ruud J. Lacono F., *Leveraged buyouts, Inception, Evolution and future trends*, 2000

1.3 SVILUPPI RECENTI

“ When it ends, it always ends badly. One of the signs is when the dummies can get money and that’s where we are now.”

Stephen Schwarzman, Blackstone Group, may 2006

Ciò che si paventava a livello istituzionale e finanziario e che due recenti rapporti¹ commissionati dalla Unione Europea, avevano puntualmente descritto, si è materializzato nel terzo trimestre del 2007: con la violenza e la intensità tipiche dei punti di svolta del ciclo veniva a determinarsi sui mercati creditizi di tutto il mondo un “*risk repricing*”, che ineluttabilmente si è abbattuto anche sulle operazioni che formano oggetto del presente lavoro e, sicuramente, ne condizionerà lo sviluppo futuro.

La scintilla che ha dato il via alla turbolenza finanziaria è il comparto dei mutui erogati, negli USA, a clienti con basso merito di credito, i cosiddetti “*subprime*”, una particolare nicchia di mercato che, secondo uno recente rapporto del Fondo Monetario Internazionale², presenta diverse analogie strutturali con il comparto dei *LBO*.: sfruttamento esasperato della leva, dilazione dei termini di rimborso, strutture contrattuali meno vincolanti.

Table 1.1. Weakening Discipline in Subprime Lending Mirrored in Leveraged Buyouts

Subprime	Leveraged Buyouts
Higher loan-to-value ratios	Higher debt/EBITDA
Interest-only, negative amortizing loans	Covenant-lite and pay-in-kind toggle notes
Cash-out refinancing	Dividend re-cap
Zero percent down	Lenders providing equity bridges
Home price appreciation	Purchase multiple expansion

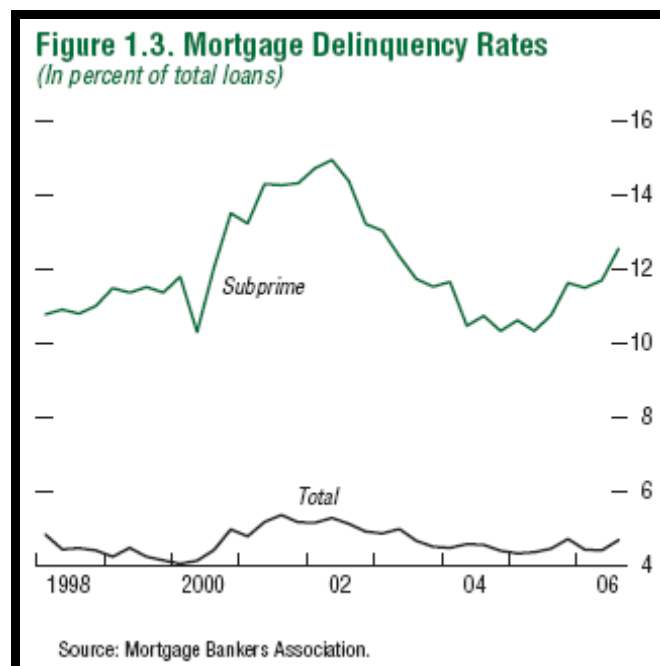
Source: IMF staff estimates.
Note: EBITDA = earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

¹ “*Large Banks and Private Equity Sponsored Leveraged Buy-out, APRIL 2007 e “Financial Stability Review”, JUNE 2007*

² *FMI, “Global Financial Stability Report”, SEPT. 2007*

Con la tecnica della cartolarizzazione, gli *originator* di questi prestiti hanno provveduto a confezionare *collateralized debt obligation (CDO)*, *asset backed securities (ABS)*, *residential mortgage backed securities (RMBS)* e *commercial mortgage backed securities (CMBS)*, finiti, dopo la valutazione delle società di *rating*, nei portafogli di fondazioni universitarie, *HF*, fondi pensione, investitori istituzionali, *structured investment vehicle (SIV)* e *conduits* che hanno finanziato l'acquisto ricorrendo anche al capitale di debito.

A metà luglio 2007 diverse istituzioni finanziarie hanno rivelato di aver riportato perdite per via della esposizione a titoli garantiti da tali prestiti, contrassegnati da crescenti tassi di *default* come conseguenza diretta della pesante crisi che ha investito il mercato immobiliare statunitense: la tabella che segue evidenzia chiaramente che, dopo un minimo nel 2005, le insolvenze sui mutui *sub-prime* hanno ripreso a salire.



Ne è derivata una generale diminuzione della propensione al rischio e si è innescata una ricomposizione dei portafogli alla ricerca di investimenti sicuri, (“*flight to quality*”), che a sua volta ha determinato brusche oscillazioni sui mercati obbligazionari ed azionari. In particolare, il calo delle quotazioni azionarie, soprattutto per quanto riguarda l’area dell’euro, è sembrato riflettere più il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere tale *asset class*, piuttosto che una revisione delle prospettive di utili attesi per le imprese.

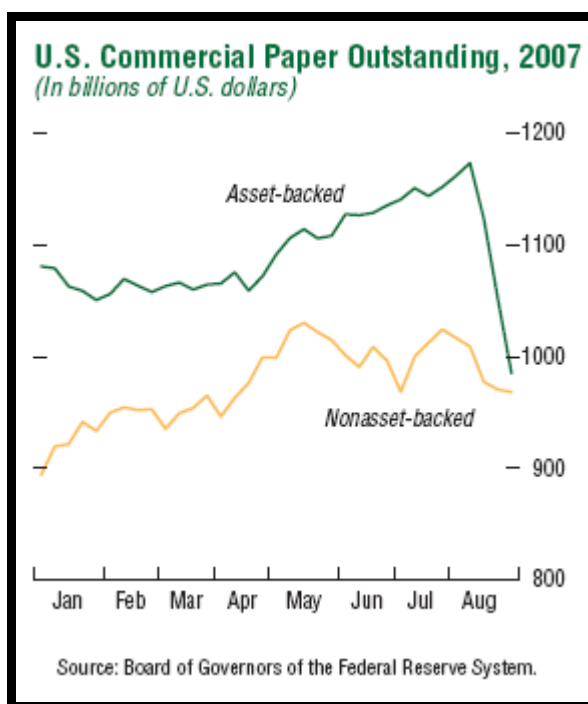
L’andamento dei listini azionari nel periodo di turbolenza ha messo a nudo l’insuccesso, in fasi di *stress*, delle cosiddette gestioni quantitative, tecniche di *asset management* usate per lo più da *HF* e basate sostanzialmente su modelli matematico-statistici e sistemi di *trading* automatico: molto spesso non sono stati mantenuti i promessi obiettivi di *absolute return* e decorrelazione.

Anche il ruolo delle società di *rating*, soprattutto alla luce della funzione loro assegnata nel sistema BASILEA II, è stato palesemente messo in discussione soprattutto perché, in molti casi, il loro intervento non si è limitato alla semplice valutazione del merito di credito e di probabilità di insolvenza dei prodotti strutturati, ma si è spinto sino alla vera e propria consulenza nel loro confezionamento. Un conflitto di interesse specifico che si somma a quello ben più ampio implicito nel rapporto di dipendenza economica che tali società hanno nei confronti degli emittenti dei titoli valutati. Alcune hanno pubblicamente comunicato la loro disponibilità ad ampliare il loro raggio d’azione, entrando anche nel settore della valutazione del *pricing* e della liquidabilità degli *asset*.

Un aspetto peculiare di questa crisi è sicuramente rappresentato dai cosiddetti “*off - balance sheet vehicle*”, *SIV*, *SIV-lite* e *conduit*, una serie di prodotti per lo più gestiti e garantiti da banche, talvolta con portafogli dell’ordine di diverse decine di miliardi di euro, creati con l’obiettivo di lucrare sul differenziale di rendimento tra tassi di mercato monetario, nello specifico

asset backed commercial paper (ABCP), e ritorni di medio - lungo termine generati da *asset backed securities (ABS)* o *CDO*.

L'avversione al rischio degli operatori e la incapacità di effettuare una valutazione attendibile del sottostante hanno determinato la paralisi del mercato delle *commercial paper* e la necessità per le banche di intervenire attivando le linee di credito collaterali. Si stima che nel solo mese di agosto il mercato USA delle *CP* (cfr.grafico) si sia contratto di circa il 20%, con un sensibile accorciamento delle *maturity* e un ulteriore aggravamento del *mismatch* tra attività e passività.

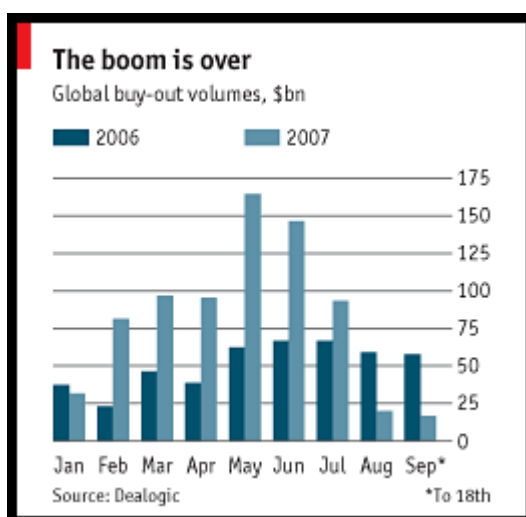


Paradossalmente, la distribuzione del rischio tramite la *securitization* e i derivati di credito, in un primo tempo valutata positivamente in un'ottica di dispersione e diversificazione, si è trasformata in sfiducia reciproca tra banche ed è all'origine del clima di sospetto generalizzato diffusosi nella comunità finanziaria su scala mondiale, del prosciugamento della liquidità sull'interbancario con tassi a tre mesi superiori in modo anomalo ai tassi

ufficiali e con liste di controparti sgradite, dell'accaparramento di liquidità, della chiusura totale del mercato primario delle cartolarizzazioni, del tracollo dei prezzi di tutti i *bond* strutturati e cartolarizzati, del congelamento dei finanziamenti nelle operazioni ad alta leva e nelle fusioni ed acquisizioni.

In sintesi: *credit crunch*.

Le operazioni di *leveraged buyout*, che nei mesi di maggio e giugno 2007, avevano fatto segnare volumi impressionanti e in decisa crescita rispetto agli stessi mesi dell'anno precedente, hanno subito un tracollo (cfr.grafico).



Un ruolo particolarmente delicato ed importante è stato svolto in questo contesto dalle banche centrali che, combattute tra il cosiddetto “*moral hazard*” e la necessità di evitare un contagio dell’economia reale, sono intervenute con diversi strumenti:

- massicce iniezioni di liquidità con operazioni di mercato aperto;
- rinvio di previsti aumenti dei tassi ufficiali (BCE);
- diminuzione dei tassi di sconto e di riferimento (FED);

- ampliamento della tipologia di *collateral* accolto;
- allungamento della durata delle operazioni di sconto.

Non si è riusciti ad evitare, comunque, un netto irrigidimento dei criteri di concessione del credito. Per quanto riguarda i finanziamenti alle imprese, la Banca Centrale Europea¹ ha evidenziato il passaggio da un *net easing* del 3% nel secondo trimestre a un *net tightening* del 31% nel quarto, nei finanziamenti erogati alle imprese: aumento dei margini particolarmente sensibile per i prestiti più rischiosi, introduzione di limiti temporali e quantitativi, adozione di *covenants* più stringenti e rafforzamento delle garanzie. E' stata verificata, altresì, una riduzione della domanda da parte delle imprese finalizzata a investimenti fissi, circolante, ristrutturazione aziendale e *M&A*.

Su di un piano più teorico è stato avviato un dibattito in cui autorevoli commentatori, notando che per la seconda volta in sette anni lo scoppio di una bolla - *equity* nel 2000 e credito nel 2007 - ha prodotto ripercussioni notevoli su mercati finanziari mondiali sempre più interconnessi, hanno individuato nella mancanza di disciplina monetaria una delle caratteristiche precipue della globalizzazione. E' stata in particolare evidenziata la necessità per le banche centrali di adottare una *policy* in cui, oltre ad inflazione, variabili monetarie e crescita economica, sia dato il giusto peso alle attività finanziarie che la recente storia ha dimostrato avere un peso non trascurabile nell'andamento dell'economia reale.

Alcuni osservatori² hanno anche sottolineato la opportunità di incentivare, anche con provvedimenti di ordine fiscale e regolatorio, l'utilizzo di sistemi di scambio basati su *clearing-house*: i meccanismi di *mark to market* e di

¹ *The Euro Area BankLending Survey*, ECB, OCT. 2007

² Cecchetti S., "A better way to organise securities markets", *FT, comment and analysis*, OCT. 2007

compensazione giornaliera, che ne sono tipici, riducono notevolmente i rischi di controparte, sempre più rilevanti in mercati in cui operano con peso crescente entità non bancarie e non regolamentate.

Il *Financial Stability Forum*, organismo che riunisce i rappresentanti dei Governi e delle autorità di vigilanza e di controllo dei mercati dei maggiori Paesi, è stato incaricato di studiare rimedi e possibili soluzioni, approfondendo specificatamente i seguenti punti:

- la liquidità e la gestione del rischio delle grandi istituzioni finanziarie, con particolare riferimento all'uso di prodotti derivati complessi e di veicoli fuori bilancio;
- le procedure contabili e di valutazione dei derivati, i cui prezzi sono difficili da calcolare soprattutto nelle fasi di *stress*;
- i principi di vigilanza sulle banche, in dettaglio sull'esposizione fuori bilancio;
- il ruolo delle agenzie di *rating* con riguardo principalmente alla valutazione dei prodotti strutturati.

Per quanto riguarda il settore specifico dei *LBO*, il *mis-pricing* del rischio è stato messo a nudo in modo spietato e repentino dall'improvviso cambio di umore sui mercati:

- i prezzi sul mercato secondario dei *loan* in picchiata di ben 6 punti percentuali, da 101 a 95 (cfr. grafico)



- lo *spread* sull'indice *LCDX* che traccia il costo per l'acquisto di protezione su un paniere di 100 prestiti, ha subito oscillazioni molto brusche ed è quasi raddoppiato nel mese di luglio mentre l'*iTraxx Crossover index*, barometro chiave in Europa per la propensione al rischio creditizio, è arrivato a toccare i *400 basis point*;
- il mercato primario si è chiuso: secondo *Standard & Poor's Leveraged Commentary & data* si è passati dall'emissione in giugno di 8,3 miliardi di dollari di *cov-lite loan* a nessun collocamento in agosto, mentre la prima settimana di settembre, di solito tra le più frenetiche dell'anno, sono stati collocati soltanto 50 milioni di dollari di debito *high yield*;
- molte emissioni e molti *deal* sono stati rinviati;
- anche a costo di pagare pesanti penali, le banche hanno cercato in molte occasioni di sottrarsi agli impegni firmati per rientrare dei *bridge loan*

accordati: si sono scontrate, però, con una contrattualistica assolutamente a favore degli *sponsor* delle operazioni;

- il mercato delle *collateralised loan obligation (CLOs)*, che si stima rappresenti circa il 60% dell'intero mercato dei *leveraged loan* negli USA, ha registrato aumenti sensibili degli *spread* o *risk premia* richiesti dagli investitori

Il già citato rapporto del Fondo Monetario Internazionale ha focalizzato l'attenzione sulla sensitività delle società *target* ai diversi scenari macro e ha ipotizzato *haircut range* per diversi strumenti finanziari (cfr. tabella).

Table 1.4. Typical Haircuts: Bond, Leveraged Loan, and ABS and CDO
(In percent)

Rating	January–May 2007	July–Aug 2007
	Bond	
Investment grade	0–3	3–7
High-yield	0–5	10+
	Leveraged Loan	
Senior	10–12	15–20
2nd lien	15–20	20–30
Mezzanine	18–25	30+
	ABS and CDO	
AAA	2–4	8–10
AA	4–7	20
A	8–15	30
BBB	10–20	50
Equity	50	100

Source: Citigroup.
Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation.

Il *backlog* di prestiti per operazioni da perfezionare (cfr. tabella) è stato calcolato in circa 300 miliardi di dollari per il mercato USA e in 50 miliardi di euro per l'Europa.

■ Overview of the LBO Market

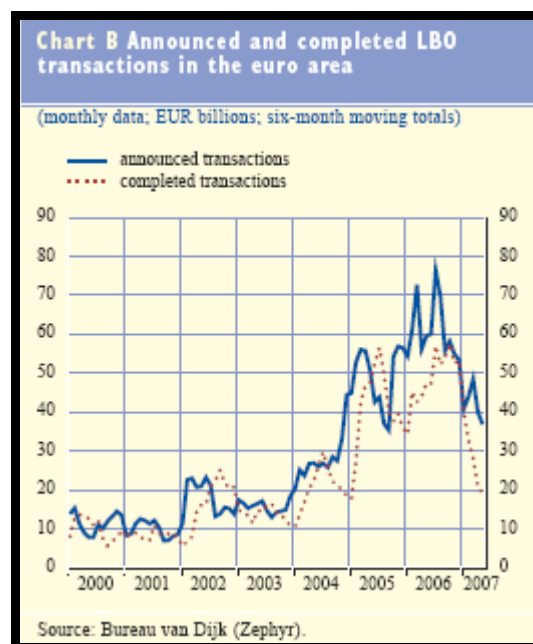
Table 1: 2007 LBO Market Summary

Deal Status	\$ Amount	# of Deals
Pending Deals	\$351,352	64
<i>Memo: Top 20 Pending</i>	\$289,572	20
Completed Deals	\$128,811	65
<i>Memo: Top 10 Completed</i>	\$65,375	10
Intended Deals	\$37,199	6
Withdrawn Deals	\$60,827	8
<i>Memo: Withdrawn, subsequently acq.</i>	\$22,806	2
Unconditional Deals	\$5,130	2
Totals	\$583,319	145

Notes:

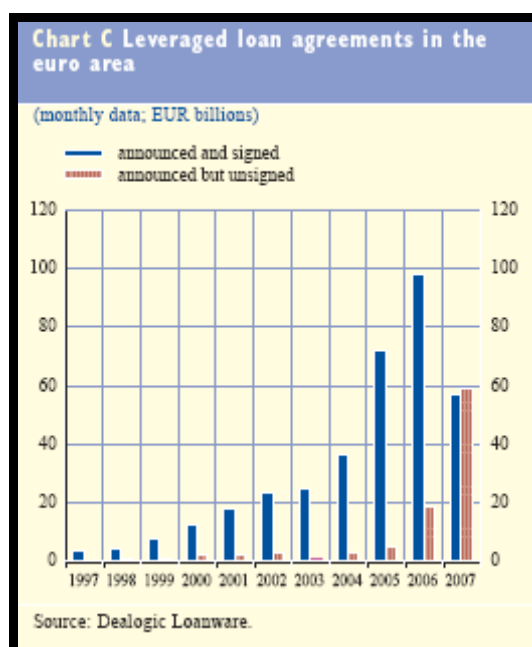
All \$ amounts are announced deal value in millions
 Source: Fitch Ratings, Thomson Financial

Il rapporto tra transazioni annunciate ed effettivamente realizzate, di cui la tabella rappresenta una foto a metà 2007, merita un approfondimento. A partire dalla fine di giugno 2007, il volume medio mensile di *LBO* è passato nell'area euro da € 6,6 miliardi del periodo inizio 2005/metà 2007 a € 2,9 miliardi: è sceso sensibilmente anche il numero delle acquisizioni portate a termine, ai livelli del 2003. Il grafico che segue

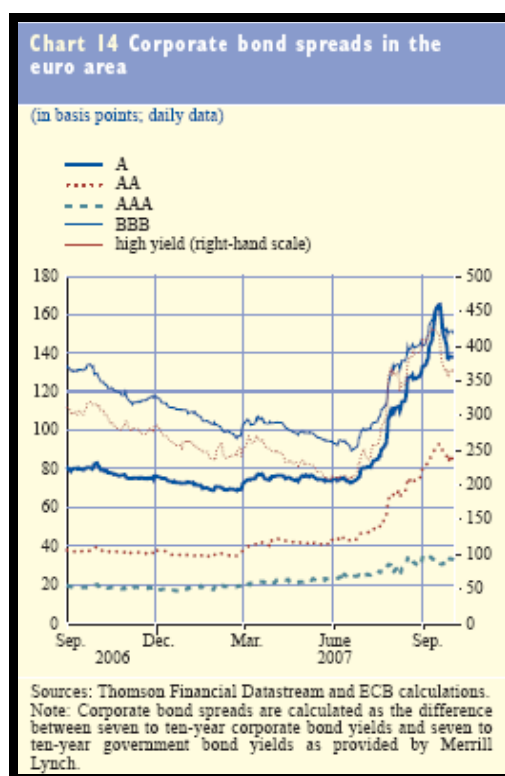


illustra chiaramente la situazione: sulla base della esperienza passata, i picchi dei *deal* completati e annunciati registrano uno sfasamento temporale che oscilla tra i tre e i quattro mesi. Nell'ultimo periodo, invece, il volume di transazioni concluse ha subito un drastico ridimensionamento a dispetto degli elevati livelli di annunci dei mesi precedenti. In effetti, mentre tra il 2005 e la metà del 2007 la media semestrale di operazioni concluse si è attestata intorno ai €40 miliardi, nel semestre aprile-ottobre 2007 tale media è stata di appena €19 miliardi. Per gli stessi periodi di riferimento, si registrano annunci rispettivamente per €50 miliardi e €37 miliardi.

Il significativo decremento dell'attività di fusioni e acquisizioni nel recente periodo può essere senz'altro ricondotto anche alle difficoltà incontrate nella provvista, rilevabile dal numero crescente di prestiti ad alta leva annunciati ma non formalizzati: a fronte di una media decennale del 15%, il 2007 ha fatto segnare una percentuale del 60% (cfr. grafico).

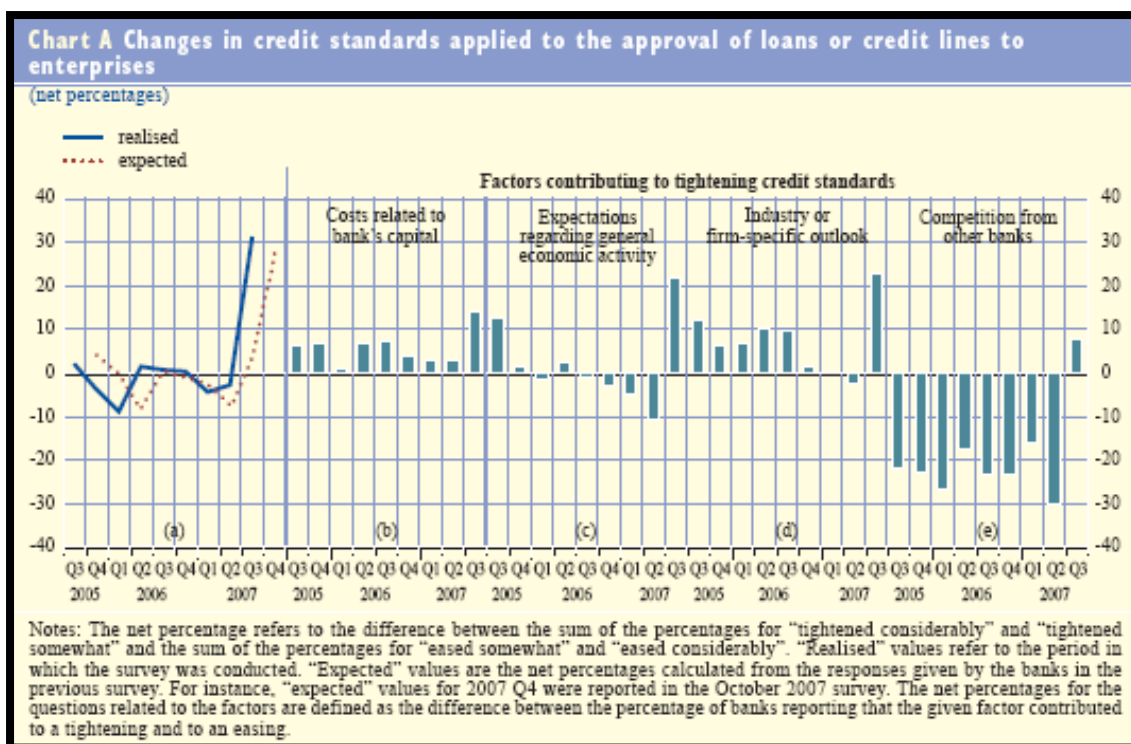


A ciò hanno concorso sia gli *sponsor* che, considerata la svolta negativa dei mercati finanziari e del credito in particolare, hanno ritenuto di dover rinunciare alle transazioni preventivate, sia le difficoltà che le istituzioni finanziarie hanno in misura crescente incontrato sul mercato secondario dove il rischio viene trasferito. E' agevole stabilire anche una correlazione con le condizioni di erogazione del credito: a partire dal mese di giugno i differenziali di rendimento hanno subito un incremento su tutte le classi di *rating* ma in particolar modo sulle più basse. (cfr. grafico)



Oltre ai tassi applicati, hanno contribuito a raffreddare l'attività un irrigidimento generalizzato dei criteri di concessione. Il grafico che segue sottolinea (riquadro a) come, dopo un periodo abbastanza lungo di stabilità, tali criteri abbiano subito un restringimento notevole, a partire dal terzo trimestre del 2007. Vi ha concorso una accresciuta concorrenza tra gli istituti bancari (riquadro e) per l'accesso all'interbancario (riquadro b) a causa del

deterioramento della posizione di liquidità, nonché la percezione del quadro macroeconomico generale e delle prospettive (riquadri c e d). Al momento non disponiamo di dati per stabilire o verificare una correlazione generale con una diversa strutturazione delle strutture di capitale, più prudentiale e meno levereggiata.



Comunque, si possono valutare singoli *deal*. Dopo estenuanti trattative, alla fine di agosto, è stato perfezionato il primo *LBO deal* dallo scoppio della crisi e il compromesso raggiunto può rappresentare un precedente per le altre transazioni ancora in *stand-by*: il *retailer* americano *Home Depot* ha venduto la sua divisione di forniture all'ingrosso ad un gruppo di fondi di *PE*. Rispetto agli accordi originari il prezzo di vendita ha subito un taglio del 18%, la *holding* si è fatta garante presso i finanziatori per 1 miliardo di dollari e ha mantenuto in portafoglio il 12,5% del capitale. I fondi hanno dovuto iniettare una quota maggiore di *equity* per rendere la struttura meno levereggiata e

pagare commissioni più alte alle banche, le quali, dal canto loro, hanno erogato i finanziamenti.

La turbolenza finanziaria ha anche creato occasioni d'acquisto: molti fondi di *PE* hanno iniziato a rastrellare i prestiti delle loro stesse operazioni con forte sconto sul nominale. Gli istituti finanziari, invece, hanno avviato ristrutturazioni del *debt package* con introduzioni di *covenant* più stringenti, la riarticolazione delle linee di credito con aggiunta di *PIK* particolarmente gradite a *high-yield investor*, e con *swap* con altri operatori per ridurre il rischio di concentrazione.

PARTE SECONDA

IL DEBITO COME FONTE PRINCIPALE DELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE

2.1 *DEBITI VS EQUITY: TASSE, AGENZIA, DISCIPLINA E COSTO DEL CAPITALE. LA REALTA' EUROPEA.*

La struttura delle operazioni di *LBO*, sempre più sbilanciata sulla componente debito rispetto all'*equity*, merita alcune considerazioni preliminari.

Da un punto di vista di teoria della finanza aziendale, non si può non citare il teorema *Modigliani - Miller*¹ che, semplificando, afferma che, in determinate circostanze, il valore dell'impresa indebitata è esattamente eguale al valore dell'impresa priva di debito. In sostanza, la decisione di un'impresa di sostituire debito con capitale non dovrebbe portare ad una variazione del costo medio ponderato del capitale in quanto l'aumento della leva finanziaria comporta il pagamento di un maggior rendimento agli azionisti, il cui investimento diventa più rischioso poiché i dividendi vengono distribuiti

¹ *Modigliani - Miller, "The cost of capital, Corporation Finance and the theory of investment", American Economic Review, 1958*

soltanto dopo il servizio del debito. Partendo da questo assunto, i due economisti concludono che le decisioni riguardanti la struttura finanziaria dell'impresa possono incidere soltanto sulla distribuzione, tra i suoi *stakeholder*, del valore totale della stessa, misurato come *cash flow* o utili, ma non sull'entità di quel valore. Piuttosto, il valore di un'azienda dovrebbe dipendere esclusivamente da fattori reali, quali i flussi di cassa prodotti e gli investimenti. Ciò considerato, dal momento che l'obiettivo primario degli *sponsor* di un *LBO* è massimizzare il ritorno sulla vendita delle società acquisite, il teorema MM indica che le fonti di finanziamento utilizzate per finanziare l'acquisizione dovrebbero essere assolutamente irrilevanti.

In realtà, un fattore decisivo nel determinare *il mix debt-equity* nei *deal* di *LBO* è il costo relativo delle due fonti di finanziamento, soggetto a variazioni correlate al ciclo economico. In effetti, l'esperienza storica insegna che condizioni macro caratterizzate da liquidità abbondante e basso costo del denaro si sono quasi invariabilmente accompagnate a impennate sensibili, in termini di numeri e volumi, di *M&A* e *LBO*.

Su di un piano di maggiore attualità, si riportano di seguito gli effetti prodotti da un massiccio *re-gearing* sulla struttura finanziaria di una società italiana, nello specifico “*SEAT PAGINE GIALLE SPA*”, oggetto nel 2003 di una delle più importanti operazioni di *LBO* effettuate in Italia.

PG WACC on an "asit" basis and on a "regeared" basis		
	Current	Regeared
<i>Long-term risk free interest rate</i>	5%	5%
<i>Credit spread %</i>	1,30%	2,50%
Gross cost on debt	6,30%	7,50%
<i>Tax shield</i>	34%	34%
Net cost on debt	4,20%	5%
<i>Beta</i>	0,9	1,25
<i>Market Risk premium , %</i>	4%	4%
Required Yield on market cap	8,60%	10%
<i>Debt in % of C.E.</i>	33%	75%
WACC %	7,10%	6,20%

Fonte : Mediobanca Industry Research - Seat Pagine Gialle SpaReport 17 October 2003

L'aumento della leva, determinando quasi un raddoppio del *credit spread*, produce un sostanziale incremento del costo netto del debito, che passa dal 4,20% al 5%, e una lievitazione contemporanea del beta: ne risulta che il costo dell'*equity* passa dall'8,60% al 10%. La diminuzione del WACC è riconducibile dunque al diverso *mix* percentuale delle fonti di finanziamento, con quella più a buon mercato, il debito, che passa dal 33% al 75%.

Preliminarmente all'esame dei costi-benefici del debito, va sottolineato comunque che ulteriori valutazioni di convenienza vanno effettuate raffrontando il *return on investment (ROI)* netto con il costo dell'indebitamento netto:

- *ROI netto superiore al costo medio netto del capitale di indebitamento*: il divario tra *ROI* e costo dell'indebitamento determina un effetto di leva finanziaria positiva nei confronti della redditività del capitale proprio.
- *ROI netto inferiore al costo netto del capitale da indebitamento*: il divario origina un effetto di leva finanziaria negativa con riduzione di redditività dei mezzi propri.
- *ROI netto pari al costo netto del capitale da indebitamento*: non scaturisce alcun divario tra *ROI* e costo dell'indebitamento.

Uno dei benefici del ricorso al debito è rappresentato dal cosiddetto **scudo fiscale**: la legislazione tributaria di molti paesi prevede, pur con sfumature diverse, che le aziende possano dedurre dal reddito di periodo gli oneri finanziari corrisposti ai propri creditori. Analogo vantaggio fiscale non è normalmente concesso al capitale azionario, poiché la distribuzione dei dividendi non è deducibile dal reddito imponibile della società. *Ceteris paribus*,

dunque, il capitale di debito gode di un importante vantaggio economico rispetto al capitale azionario in quanto consente all'azienda di ottenere un risparmio di imposta. Trattasi, comunque di normative che periodicamente vengono rivisitate e, come successo in Italia negli ultimi anni , gli interventi proposti mirano a determinare una ricomposizione delle fonti di finanziamento, penalizzando o limitando il ricorso al debito, rispetto all'*equity*, soprattutto nelle società sottocapitalizzate. Tra i provvedimenti dell'ultima legge finanziaria, in particolare, è stato posto un limite alla deducibilità degli oneri finanziari nella misura del 30% del margine operativo lordo.

Il vantaggio offerto dallo scudo fiscale può essere determinato in due modi:

- calcolando il valore attuale dei risparmi d'imposta che ci si attende di ottenere nel futuro e aggiungendo tale valore a quello dell'impresa come se fosse priva di debito (*unlevered firm*);
- utilizzando il costo del capitale dei debito al netto delle imposte nella determinazione del *weighted average cost of capital (WACC)*.

Il risparmio annuale d'imposta che l'azienda consegue grazie alla deducibilità degli oneri finanziari è dato da:

$$T_C * k_D * D$$

laddove D è il debito, K_D il tasso di interesse e T_C l'aliquota marginale di imposta.

Per attribuire un valore complessivo al risparmio di imposta annuale si assume che:

- il debito finanziario sia irredimibile;
- il tasso di sconto appropriato per attualizzare i risparmi d'imposta annuali futuri sia pari a K_D (ipotesi ragionevole se il debito è stato prezzato in maniera corretta al momento della raccolta, se nel frattempo non sono sopravvenute sostanziali modifiche del rischio creditizio della società e, infine, se i tassi di interesse di mercato non hanno subito variazioni);
- l'azienda abbia un reddito operativo sufficiente a garantire l'effettiva deducibilità degli oneri finanziari (le norme tributarie di alcuni paesi, tra cui l'Italia, consentono anche il riporto delle perdite da portare in diminuzione del carico fiscale degli esercizi successivi).

Il valore attuale totale del risparmio fiscale (G) è ottenibile come segue:

$$G = \frac{T_c * k_D * D_t}{k_D} = T_c * D$$

L'analisi degli effetti positivi prodotti sul valore aziendale è effettuata aggiungendo il valore attuale dello scudo fiscale del debito al valore dell'impresa per ipotesi priva di indebitamento, così ottenendo:

$$\text{valore dell'impresa indebitata} = V_L = V_U + T_c * D = V_U + G$$

La seconda modalità per determinare il contributo apportato dalla deducibilità degli oneri finanziari al valore di impresa si fonda sull'utilizzo del costo del debito già espresso al netto delle imposte nella formula per la determinazione del WACC:

$$k_D * (1 - T_c)$$

Il vantaggio del ricorso al debito è positivamente correlato all'aliquota di imposta: maggiore è questa, più grandi sono i benefici ottenibili. Sul piano pratico possono derivarne i seguenti comportamenti:

- le aziende con un'aliquota marginale maggiore dovrebbero indebitarsi di più rispetto a quelle con aliquote più basse. Analogamente dovrebbero fare le aziende operanti in paesi ad aliquote fiscali elevate;
- le imprese che dispongono di scudi fiscali alternativi (ammortamenti anticipati e accelerati sulle immobilizzazioni, possibilità di riporto delle perdite, rivalutazione in esenzione di imposta degli *assets* aziendali) dovrebbero essere meno incentivate a utilizzare il debito per risparmiare imposte;
- le aziende dovrebbero variare il proprio rapporto di indebitamento in seguito a eventuali modifiche delle aliquote marginali di imposta sui redditi societari.

Il ricorso al debito, inoltre, aumenta la **disciplina** del *management*, riducendo la propensione ad utilizzare impropriamente i *free cash flow*, vale a dire i flussi di cassa destinati alla remunerazione di tutte le classi di finanziatori. La disponibilità di abbondanti flussi di cassa liberi può dar luogo a due conseguenze importanti:

- il *management* tende a sovrinvestire in iniziative a *NPV* negativo;

- induce a una maggiore tolleranza verso gli errori decisionali, che le risorse disponibili permettono di correggere.

Le scadenze temporali ineludibili, proprie del servizio e del rimborso del debito, aiutano, invece, a forgiare un comportamento disciplinato e focalizzato.

Secondo *Jensen*¹, nelle aziende in cui la separazione tra azionisti e *management* è netta, il ricorso al debito può rappresentare una modalità indiretta di controllo degli amministratori, poiché questi devono innanzitutto pensare a rimborsarlo. Naturalmente, affinché ciò si realizzi occorre che, oltre alla effettiva separazione tra proprietà e *management*, gli amministratori non si sentano incentivati ad agire nell'interesse degli azionisti. Nei sistemi finanziari in cui le due diverse figure di *stakeholder* sono chiaramente distinte e minore tende ad essere l'influenza dell'azionista di controllo, i rapporti di indebitamento dovrebbero essere maggiori.

Per contro, una struttura troppo levereggiata, tipico caso delle aziende oggetto di *LBO*, può condizionare negativamente il *management* spingendolo a rinunciare a progetti a *NPV* positivo a causa della maggiore probabilità di insolvenza, producendo una avversione al rischio che può rivelarsi penalizzante.

La verifica empirica delle principali implicazioni della funzione di disciplina esercitata dal debito è avvenuta soprattutto in via indiretta, esaminando l'impatto prodotto sulla gestione operativa da improvvise modifiche nelle politiche finanziarie aziendali. In particolare, si è proceduto a osservare in quale misura le aziende che hanno incrementato rapidamente il proprio rapporto di indebitamento abbiano migliorato l'efficienza operativa, a sua volta misurata dai margini di profitto o dal tasso di rendimento del capitale investito.

¹ *Jensen M.*, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and capital structure", *American Economic Review*, vol. 76, 1976, pagg. 323-329

Pur non disponendo di conclusioni univoche, i risultati disponibili in letteratura spingono ad accettare l'ipotesi che il debito produca un effetto disciplinante sul *management*.

La prima fattispecie di incremento repentino del rapporto di indebitamento analizzata in letteratura è quella inerente ad aziende oggetto di acquisizioni *leveraged*. I risultati ottenuti da *Palepu*¹ evidenziano un miglioramento, seppur contenuto, della efficienza operativa delle aziende oggetto di *LBO*. A risultati simili sono pervenuti *Kaplan*² e *Smith*³.

Una circostanza analoga è quella che caratterizza le cosiddette *leveraged recapitalization*, operazioni volte a sostituire azioni con debito, effettuate di norma attraverso il riacquisto, finanziato con debito, di azioni proprie. *Denis*⁴ *D.* e *Denis D.* hanno dimostrato un miglioramento considerevole della redditività aziendale su un campione di 29 società, nell'ordine del 21,5%.

Infine, il debito minimizza i costi associati alle **asimmetrie informative**, contenendo la riduzione di valore degli strumenti emessi causata dalle maggiori informazioni di cui dispongono gli *insider*, *manager* e azionisti di riferimento, rispetto ai finanziatori esterni sia di capitale di credito che di rischio, gli *outsider*.

Per soddisfare il fabbisogno finanziario, l'azienda può far ricorso, nel corso della sua attività, a fonti di capitale interno od esterno: il primo è rappresentato dai flussi di cassa generati o, più semplicemente, dagli utili di periodo non distribuiti sotto forma di dividendi. Il secondo, invece, viene raccolto da finanziatori esterni all'azienda, sia azionisti che creditori.

Gli *insiders* dispongono di maggiori informazioni rispetto agli *outsiders* e le asimmetrie informative tra di loro determinano una tendenziale penalizzazione

¹ *Palepu K.*, "Consequences of LBO", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, pagg. 143-164

² *Kaplan S.*, "Campeau's acquisition of Federated: value destroyed or value added", *Journal of Financial Economics*, vol 25, 1989, pagg 191-212

³ *Smith C.*, "Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, pagg 143 - 164

⁴ *Denis D. e Denis D.*, "Leverage recaps in the curbing of corporate overinvestment", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, n. 1, 1993, pagg 60-71

nel ricorso a fonti esterne, in quanto i finanziatori terzi dispongono di un *set* informativo più limitato e sono portati a ritenere che gli *insider* abbiano convenienza a non rendere pubblici tutti i dati a loro disposizione. La penalizzazione che si soffre nel ricorso a fonti esterne può concretizzarsi in un costo del capitale più elevato o in un razionamento delle quantità. In linea generale è ragionevole supporre che le asimmetrie informative siano più pronunciate per le aziende di dimensioni minori, per quelle ancora nella fasi iniziali del loro ciclo di vita e per quelle che sono caratterizzate da un assetto di controllo molto solido e con un numero limitato di azionisti di controllo.

L'impresa, in occasione di progetti di investimento, si trova dunque a dover scegliere il canale di finanziamento ritenuto più opportuno: quello interno, laddove disponibile nelle quantità necessarie, non presenta penalizzazioni di costo o razionamenti volontari, ma, nel contempo, il prosciugamento della liquidità in eccesso può comportare la perdita di flessibilità finanziaria e pericoli per il futuro equilibrio finanziario. Il canale esterno, invece, pur non intaccando tale flessibilità, espone l'azienda al costo delle asimmetrie informative e al pericolo della perdita progressiva del controllo laddove si verifichi l'ingresso di nuovi soci o vengano imposte clausole particolarmente penalizzanti da parte dei creditori.

La penalizzazione originata da tali asimmetrie, comune al capitale di credito e di rischio, appare senz'altro più lieve nel caso del debito obbligazionario. Gli studi disponibili in letteratura evidenziano come l'annuncio di emissioni obbligazionarie produca in genere variazioni del valore del capitale azionario non sempre negative, prevalentemente di modesta entità e di segno negativo non sempre statisticamente significativo.

Addirittura positiva è in media la reazione del mercato all'annuncio di un maggior ricorso al debito bancario: in un articolo che sintetizza le principali

evidenze empiriche disponibili sul tema, *James*¹ *C.* e *Smith D.* concludono che il mercato tende ad accogliere favorevolmente l'annuncio di nuovo debito bancario. Il motivo è probabilmente da ricercare nella relazione di lungo periodo che di norma unisce la banca ai propri clienti *corporate* e che consente un miglior flusso informativo. L'accesso a informazioni riservate, il controllo della liquidità dell'azienda e, talvolta, la possibilità di sedere nel suo consiglio di amministrazione, sono elementi che concorrono a giustificare la credibilità e la solidità delle imprese nel ricorso al credito bancario.

Al contrario, le offerte pubbliche di azioni vengono generalmente interpretate dal mercato come un'informazione non positiva: le reazioni all'annuncio sono prevalentemente negative e in misura maggiore rispetto a quanto accade con il debito obbligazionario.

Il debito può essere raccolto con *private o public placement*: la forma *private*, contraddistinta da un maggior grado di concentrazione, gode di due importanti vantaggi comparati, in quanto, *in primis*, incentiva il controllo da parte degli *outsider* e lo rende più efficiente; in secondo luogo, è caratterizzato da una maggiore flessibilità di ridefinizione del contratto alla scadenza o in caso di inadempienza contrattuale. Entrambi i vantaggi, comunque, tendono a ridimensionarsi quando il grado di concentrazione del debito tende a diminuire, come nel caso dei fidi multipli e dei prestiti sindacati. Le evidenze disponibili rimarcano il maggior ricorso al debito *public* da parte delle aziende con minori asimmetrie informative.

Il problema delle asimmetrie informative dischiude la possibilità che esista una gerarchia, un *pecking order*, delle scelte di finanziamento aziendale:

- I) autofinanziamento;
- II) debito bancario;

¹ *James C. e Smith D.*, "Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process" in *J. Stern a D. Chew - a cura di - The Revolution in Corporate Finance*, Malden MA, Blackwell Publishing, 2003, pagg. 278-290

- III) debito in forma *public*;
- IV) capitale azionario.

I costi insiti nel ricorso al debito sono raggruppabili in tre classi:

- 1) costi del dissesto finanziario;
- 2) costi di agenzia;
- 3) costi legati alla perdita di flessibilità finanziaria.

Ancor prima di giungere al *default*, il **dissesto finanziario** può impattare negativamente sul valore aziendale, in modo diretto ed indiretto: nel primo caso, la società incorre in una procedura concorsuale o in una ristrutturazione stragiudiziale e deve quindi affrontarne le spese legali ed amministrative: vengono calcolati in rapporto al valore del capitale azionario o dell'attivo aziendale e la loro incidenza si misura in un *range* tra 1,5% e il 4,2% come riportato nella tabella che segue, relativa a stime disponibili per l'Italia.

	Costi diretti	Composizione del campione	Periodo
Barontini¹ (1977)	4	22 aziende in amministrazione controllata e 55 aziende in concordato preventivo	1988-95
Belcredi² (1997)	1,5	18 aziende che hanno intrapreso una strategia di workout	1992-96
Florani³ (1997)	4,2	60 aziende in amministrazione straordinaria	1979-96

¹ Barontini R., "Costi del fallimento e gestione delle crisi nelle procedure concorsuali", in L. Caprio (a cura di), *La gestione delle crisi d'impresa in Italia*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

² Belcredi M., "Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90", in L. Caprio (a cura di), *La gestione delle crisi d'impresa in Italia*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

³ Floreani R., "L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: un'analisi delle procedure dal 1979 al 1996", in L. Caprio (a cura di), *La gestione delle crisi d'impresa in Italia*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

I costi indiretti sono di rilevanza ed ammontare generalmente ben superiori e sorgono perché rapporti di indebitamento elevati possono compromettere il rapporto con i principali *stakeholder* aziendali:

- sul fronte dei clienti, per esempio, i tagli alle spese di assistenza post-vendita possono incrinare la relazione e determinare una diminuzione dei ricavi;
- i canali di finanziamento commerciale e finanziario tendono a prosciugarsi: le condizioni del credito vengono ristrette e il razionamento determina la rinuncia ad investimenti *value accretive*. I fornitori non sempre sono facilmente sostituibili e si innesta un effetto imitativo, e, infine, il tentativo di colmare il *financing gap* con il ricorso ad emissioni sul mercato azionario viene accolto negativamente;
- il *management* e i dipendenti provvisti delle maggiori competenze e professionalità tendono ad allontanarsi, minando la capacità di competere dell'impresa e inviando un ulteriore messaggio allarmante al mercato.

L'effetto diretto di queste conseguenze è naturalmente una contrazione del valore del capitale economico. La stima dei costi indiretti è peraltro molto complessa. Studi disponibili per gli Stati Uniti forniscono un intervallo di oscillazione tra il 10 e il 30% del valore di mercato. Nella tabella che segue vengono riassunti i principali studi in materia.

	Costi diretti	Costi indiretti	Composizione del campione	Periodo
Altman¹ (1984)	4,3	8,7	18 grandi aziende fallite	1970-78
Ang Chua & Mc Connell² (1982)	7,5	ND	55 grandi aziende fallite	1993-78
Bekter³ (1995)	3,9	ND	75 grandi aziende fallite	1986-93
Cutler & Summers⁴	3	9	Case study	
Warner⁵ (1977b)	5,3	ND	11 aziende ferroviarie	1933-55
Weiss⁶ (1990)	3,1	ND	37 aziende quotate in Chapter 11	1980-86
White⁷ (1983)	6	ND	96 grandi aziende fallite	1978-79
Andrade e Kaplan⁸ (1998)	NO	10-20%	31 aziende oggetto di LBO	1980-89

In uno studio di recente pubblicazione, un'analisi comparata di un campione di operazioni ad alta leva e di società quotate omogenee per dimensioni, caratteristiche e settore di attività, gli autori sostengono che i costi del dissesto finanziario sono potenzialmente minori nelle società che presentano un'alta leva finanziaria. I motivi sono principalmente due: in primo luogo, gli *sponsor* del *private equity*, se necessario, sono nella condizione di iniettare fondi propri addizionali nell'azienda, a differenza di una società pubblica che, in circostanze analoghe, si troverebbe costretta a raccogliere *equity* sul mercato a condizioni penalizzanti e con effetti diluitivi. In secondo luogo, gli *sponsor* di un *LBO* di

¹ Altman E., "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of finance*, SEPT. 1984

² James S. Ang, Jess H. Chua, John J. McConnell, "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A note", *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 1 (MAR., 1982), pp. 219-226

³ Bekter, B.L., 1995, *Managements incentives, equities bargaining power and deviations from absolute priority in Chapter 11 bankruptcies*, *Journal of Business* 68:2, 161-183

⁴ Cutler, D.N. and L.H. Summers, 1988, "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil Litigation," *Rand Journal of Economics* (Summer), 157-172

⁵ Jerold B. Warner, "Bankruptcy Costs: Some Evidence", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, *Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association*, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 (MAY, 1977), pp. 337-347

⁶ Weiss, L., 1990, "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims", *Journal of Financial Economics* 27, OCT., 285-314

⁷ White M. J. (1983). *Bankruptcy costs and the new bankruptcy code*, *J. Finance* 38, 477-504

⁸ Andrade, G. and S. Kaplan, 1998, *How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*, *Journal of Finance* 53, 1443-1532

norma vantano rapporti consolidati e di lungo termine con i finanziatori: come dimostrato da *Gertner e Scharfstein*¹, la capacità negoziale nei confronti dei creditori può impattare in modo decisivo sui costi dello stress finanziario.

Una ricerca² condotta dalla Banca Centrale Europea su un campione di piccole e medie imprese (cfr. tabella) di tre paesi europei, Italia, Francia e Spagna, nel periodo 2000/02, esamina i fattori all'origine dello *stress* finanziario con l'obiettivo di verificarne la omogeneità e la capacità previsionale dei modelli utilizzati.

Table C.1 Number of firms						
(2000 - 2002)						
	Spain	Italy	France	Total		
Firms in financial distress	180 (0.2)	155 (0.2)	1,703 (1.6)	2,038 (0.7)		
Voluntary liquidations	95 (0.1)	24 (0.0)	1,409 (1.3)	1,528 (0.5)		
Mergers	917 (1.2)	439 (0.4)	63 (0.1)	1,419 (0.5)		
Inactive (no precision)	50 (0.1)	65 (0.1)	1,095 (1.0)	1,210 (0.4)		
Active firms	74,624 (98.4)	97,049 (99.3)	104,263 (96.1)	275,936 (97.8)		
Total	75,866 (100.0)	97,732 (100.0)	108,533 (100.0)	282,131 (100.0)		

Sources: Bureau van Dijk (Amadeus) and ECB calculations.
 Note: Figures in parentheses are shares in the total.

Come evidenzia la tabella che segue, i tre paesi oggetto dell'indagine presentano differenze ma anche similitudini. In particolare, i rapporti margine operativo lordo su *asset* totali (*earnings ratio*), e *equity* su attività (*solvency ratio*) accomunano i tre paesi e, in linea con quanto recita la teoria, presentano un coefficiente negativo in quanto più sono alti, minori sono le probabilità che un'impresa incorra in una situazione di difficoltà finanziaria.

Le variabili, invece, differiscono molto da paese a paese, per significatività o segno: in dettaglio, la leva appare positiva per Spagna e Francia ma non significativa per l'Italia. Dimensioni e anzianità dell'impresa non appaiono influenti nel caso spagnolo, mentre incidono sulle imprese italiane e francesi,

¹ Gertner R. e Scharfstein D. "A theory of workouts and the effects of reorganizational law", 1991, *Journal of Finance*, 46, 1189-1222

² ECB, *Financial Stability Review*, JUNE 2005

seppur con segni invertiti. La disponibilità ad assumere rischi (*legal form*), assume un valore positivo ed è rilevante soltanto per l'Italia che presenta il maggior divario di capitalizzazione tra imprese a responsabilità limitata quotate o non.

Table C.2.1 Core variables				
core variables	estimated sign			
	Italy	France	Spain	pooled model
earnings ratio	-	-	-	-
solvency ratio	-	-	-	-
leverage	insignificant	+	+	insignificant
firm size	+	-	insignificant	-
age	-	+	insignificant	+

Table C.2.2 Proxy variables				
proxy variables	estimated sign			
	Italy	France	Spain	pooled model
number of subsidiaries	insignificant	insignificant	insignificant	-
legal form	+	insignificant	insignificant	-
number of shareholders	insignificant	insignificant	insignificant	-
ownership (small concentration)	insignificant	insignificant	insignificant	+
ownership (medium concentration)	insignificant	insignificant	insignificant	+
ownership (high concentration)	insignificant	-	insignificant	+

I **conflitti di interesse** insiti nella convivenza di azionisti e creditori raggiungono il loro apice quando l'azienda versa in una situazione di *financial distress*. In queste circostanze, infatti, vi sono almeno tre tipologie di comportamenti che gli azionisti possono essere incentivati a intraprendere allo scopo di danneggiare gli interessi dei creditori e ridistribuire ricchezza a proprio favore:

- incentivo a intraprendere progetti a elevato rischio (*risk shifting*), la cui distribuzione di probabilità dei rendimenti è più ampia della norma. La speranza degli azionisti è di poter sfruttare la parte positiva della distribuzione, essendo la loro responsabilità, e quindi l'ammontare della loro perdita, limitata al capitale conferito nella società, qualunque sia la

tipologia di investimenti intrapresa. Al contempo, la natura residuale del rendimento degli azionisti implica l'assoluta mancanza di tetti all'appropriazione del valore creato, una volta rispettati gli impegni con i creditori;

- incentivo a sottoinvestire (*underinvestment*): il *management* di un'impresa molto indebitata potrebbe essere spinto a non intraprendere alcuni progetti il cui *NPV* - pur positivo - non sia in grado di generare un valore sufficiente a evitare il fallimento;
- incentivo a prosciugare gli *asset* aziendali (*milking the property*): in questo caso si procede alla distribuzione di elevati dividendi ordinari se non straordinari, finanziati facendo ricorso anche alla dismissione di parte delle attività aziendali che altrimenti potrebbero essere destinati prioritariamente al rimborso del debito.

Il rischio principale dei conflitti di agenzia è che, paradossalmente, può accadere che i costi relativi vengano sostenuti dagli azionisti. I creditori, infatti, di fronte a tale tipo di pericolo adottano delle misure cautelative che mirano sostanzialmente a remunerare il rischio con l'aumento del tasso di interesse praticato.

Per evitare tale penalizzazione ci sono diverse possibilità:

- introduzione di clausole contrattuali di protezione (*covenant*);
- aumentare il grado di concentrazione del debito onde ridurre i costi di negoziazioni nel caso in cui sia necessario discutere una ristrutturazione finanziaria;
- utilizzare appropriate tecniche di *placement* degli strumenti finanziari, tipo lo *strip financing*, tecnica diffusa negli *USA* attraverso cui i finanziatori sottoscrivono contemporaneamente tutte le categorie di

- ricorrere al debito supportato da garanzie reali o al *leasing*.

Infine, l'indebitamento tende a limitare la **flessibilità finanziaria** dell'impresa, laddove per flessibilità si intende “la capacità dell'azienda di indirizzare gli impieghi delle risorse finanziarie in modo coerente agli obiettivi aziendali che emergono dalle nuove informazioni sull'impresa e sull'ambiente in cui opera”¹. La flessibilità finanziaria ha un valore e la sua perdita, quantunque parziale, può danneggiare l'azienda proprio perché potrebbe ostacolare il perseguimento di politiche ottimali di investimento.

Il suo valore, difficile da stimare in via autonoma, è legato a due aspetti:

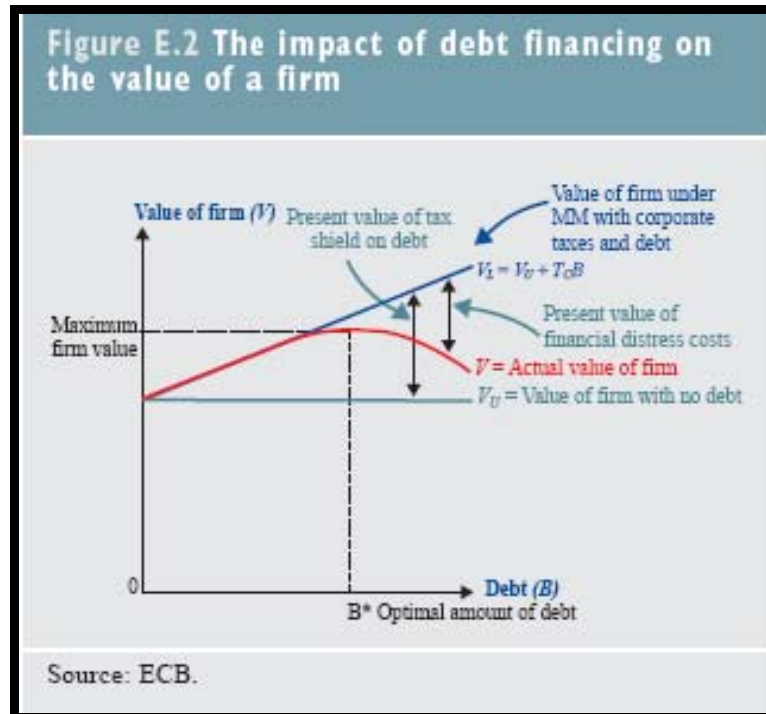
- alla disponibilità e alla dimensione dei progetti di investimento: quanto più è elevato il numero dei progetti con *NPV* positivo e maggiori sono gli investimenti medi necessari per intraprendere tali progetti, tanto più importante dovrebbe essere la riserva di capitale cui attingere;
- al rendimento atteso dei progetti di investimento: anche in questo caso, tanto più elevato è il rendimento cui l'azienda è costretta a rinunciare a causa della mancanza di fonti di finanziamento, tanto maggiore è il valore del mantenimento di un grado di flessibilità adeguato.

Secondo la teoria del *trade-off* finanziario, la struttura ottimale si ha quando il valore attuale dei risparmi fiscali dovuti al maggior indebitamento viene compensato dall'incremento del valore attuale dei costi del dissesto.

Per concludere va sottolineata anche l'importanza del ciclo di vita aziendale e del settore di appartenenza nel valutare il livello di debito assumibile.

¹ Doanldson G., *Strategy for financial mobility*”, Boston 1969, Harvard Graduate School of Management

La tabella che segue rappresenta un quadro sinottico molto indicativo.



Esaminati i presupposti teorici della scelta tra diverse fonti di finanziamento, mette conto di analizzare, seppur brevemente, quale è la realtà attuale e l'evoluzione negli ultimi anni della struttura finanziaria delle aziende. In questa parte del presente lavoro cercheremo di definire un quadro generale limitato all'area dell'Euro relativamente a incidenza del finanziamento esterno, scelta tra debito e *equity*, composizione e scadenza del debito: lo faremo indagando anche le connessioni con le **peculiarità nazionali**, i **settori di attività**, le **cornici regolatorie e giuridiche**, le **dimensioni**.

Table 4 Selected indicators and size of capital markets across countries												
(averages 1999-2005)												
	Austria	Belgium	Germany	Spain	Finland	France	Greece	Italy	Netherlands	Portugal	Euro area	Coefficient of variation
Debt to turnover	69.9	80.0	50.0	69.6	52.8	56.1	71.9	67.9	59.0	73.2	60.4	0.15
External equity to turnover	5.4	55.3	16.4	27.5	21.8	16.5		17.9	18.2	28.3	21.1	0.60
Debt to equity	192.8	106.6	195.9	141.5	109.0	210.7	142.9	209.7	123.5	168.1	166.3	0.25
Short-term debt to total debt	49.7	66.9	57.5	60.0	53.4	59.6	69.0	73.2	57.8	59.0	62.2	0.12
Long-term debt to total debt	50.3	33.1	42.5	40.0	46.6	40.4	31.4	26.8	42.2	41.0	37.8	0.18
Bank loans to total debt	25.5	23.6	21.7	23.9	26.1	16.9		26.4	20.2	35.4	22.2	0.21
Bonds to total debt	9.6	6.9	2.8	2.1	7.2	7.7		3.2	9.5	3.7	4.7	0.50
Size of capital markets	157.1	196.2	225.5	201.9	273.2	217.3	146.9	161.1	302.0	192.0	210.6	0.24

Sources: ECCBSO, BACH database, ICAP, Bank for International Settlements (BIS), Eurostat, International Monetary Fund (IMF) International Financial Statistics, World Federation of Exchanges, and own calculations.
Notes: For Belgium, data for the bond-to-total debt ratio are derived from annual financial accounts. Data for Greece are averages of the period 2001-2005. For the definition of debt, see footnote 9. External equity is defined as subscribed capital and share premium account divided by turnover.

La tabella¹ riporta i valori medi di alcuni indici di bilancio di società non finanziarie di **paesi europei**, raggruppati in tre principali categorie: ammontare di finanziamento esterno, scelta tra capitale di rischio e di credito, differenti tipi di debito. La prima è rappresentata dal debito e dall'*equity* esterno: quest'ultima voce, in particolare, rapportata al fatturato evidenzia una notevole dispersione dei dati, con l'Austria sotto il 5%, Portogallo e Spagna oltre il 27% e Belgio, oltre il 50%. Meno volatili appaiono i dati relativi al debito. Dato un determinato ammontare di finanza esterna, il *trade-off* tra mezzi propri e di terzi dipende ovviamente dalle singole realtà aziendali, dalle loro specificità, nonché dal costo relativo e la disponibilità delle fonti. Questi ultimi, a loro volta, sono condizionati direttamente dalle realtà nazionali e da fattori di

¹ ECB, *Corporate Finance in the Euro Area, occasional paper series n. 63, JUNE 2007*

mercato ed istituzionali. Cionondimeno, il costo del debito in genere rimane di gran lunga più basso di quello dell'*equity* (cfr. grafico).



Il rapporto *debt-equity* evidenzia strutture molto più levereggiate per Francia, Italia e Germania, mentre, per quanto concerne la scelta tra strumenti di debito e scadenze, la percentuale di prestiti bancari è in media intorno al 22% con Portogallo (35,4%) e Italia (26,4%) ai primi posti, a conferma di sistemi eminentemente bancocentrici. Le obbligazioni hanno un ruolo medio marginale (4,7%) con eccezioni in Austria, Francia e Paesi Bassi.

Rispetto alle dimensioni del mercato dei capitali, inteso come somma di credito bancario al settore privato, capitalizzazione del mercato azionario e *stock* di titoli di debito domestico in percentuale sul PIL, i dati propendono per una marcata dispersione all'interno dell'area.

La struttura patrimoniale delle aziende differisce notevolmente da **settore a settore** (cfr. tabella): se si analizza il rapporto tra debito e patrimonio o attività totali, costruzioni e commercio all'ingrosso e al dettaglio rilevano per l'alto indice di leva.

Per contro, il manifatturiero e le *utilities* evidenziano un indebitamento relativamente contenuto.

La situazione cambia se si prende in considerazione il rapporto tra mezzi di terzi e fatturato: in effetti, le *utilities*, sotto questo profilo, mostrano indici di notevole leva finanziaria, mentre la situazione si alleggerisce notevolmente per il settore commerciale.

Anche sotto il profilo della scadenza delle linee di credito, si possono effettuare delle comparazioni interessanti: costruzioni, commercio e, seppur in misura minore, manifatturiero denotano strutture sbilanciate sul breve termine.

Si tratta di una conseguenza diretta della tipicità del *business cycle* delle imprese operanti in questi settori: le imprese edili si finanziano sostanzialmente con gli anticipi dei clienti, e il commercio vanta rilevanti crediti commerciali.

Utilities, trasporti e altri servizi si finanziano prevalentemente con linee di medio-lungo termine, a fronte delle quali presentano attivi immobilizzati consistenti.

Table 3 Asset composition, maturity matches and debt structure of non-financial corporations across sectors in the euro area

		Balance sheet composition (<i>percentage of total assets</i>)					Maturity matches		Debt structure	
		Current assets	Financial fixed assets	Intangible fixed assets	Tangible fixed assets	Other	Short-term assets to short-term debt	Fixed assets to total assets	Debt to equity	Debt to assets
All sectors	1995	50.5	16.0	2.2	30.1	1.2	134.0	48.4	190.8	60.2
	2005	45.3	27.1	3.9	22.9	0.9	137.3	51.5	148.9	55.4
Manufacturing	1995	56.3	19.6	2.1	21.4	0.6	143.0	43.1	170.4	57.7
	2005	51.4	28.0	3.7	16.3	0.7	137.5	44.8	148.2	55.2
Electricity, gas and water supply	1995	18.4	10.0	4.5	64.0	3.0	121.5	78.6	193.3	53.3
	2005	25.8	23.3	3.9	45.7	1.4	121.6	68.5	138.2	48.9
Construction	1995	77.2	9.7	0.9	11.6	0.6	124.1	22.2	379.7	73.6
	2005	76.4	9.4	2.0	11.2	1.0	144.9	21.5	276.5	69.1
Wholesale and retail trade	1995	69.5	11.6	2.4	15.6	0.8	124.5	29.7	272.5	69.9
	2005	67.1	13.5	4.6	14.0	0.8	130.1	30.9	210.1	65.0
Transport, storage and communication	1995	22.5	10.4	1.7	63.2	2.2	107.9	75.3	163.4	57.0
	2005	25.3	24.0	6.4	43.5	0.9	112.6	72.1	160.0	54.8
Other services	1995	46.6	22.8	1.7	27.7	1.3	147.8	52.1	166.7	59.6
	2005	36.7	39.9	2.6	19.8	1.0	162.6	60.8	112.0	50.7

Sources: ECCBSO, BACH database and own calculations.
Note: For the definition of debt, see footnote 10.

Se nel modello si introducono fattori di omogeneizzazione per neutralizzare l'influenza della taglia e della specializzazione settoriale delle imprese nei singoli paesi, si ottengono dati che evidenziano differenze o similitudini riconducibili esclusivamente ad aspetti istituzionali o a peculiarità. Non si rilevano, in generale, grandi variazioni rispetto a quanto detto in precedenza: fanno eccezione il grado di leva delle aziende del Belgio che aumenta discretamente, e la percentuale delle obbligazioni sul totale del debito in Spagna che si dimezza.

La capacità del **sistema giudiziario** di applicare la legge e le sue doti di efficienza ed integrità sono di fondamentale importanza per la disponibilità di finanziamento per le aziende.

Table 6 Conclusions from the literature regarding the relationship between institutional and financial structure variables						
	Shareholder protection	Creditor protection	Enforcement of law	Transparency and Information	Degree of competition in the banking system	Tax system
Amount of external finance used (debt/turnover)			+	+	+	
Debt vs. equity (debt/equity)	+/-	+/-			+	+ (?)
Bonds vs. loans (bank loans/total debt)				-	+	
Debt maturity (long-term debt/total debt)		+	+			

E' stato dimostrato che la protezione dei diritti degli azionisti e dei creditori è di per sé ancor più importante che la mera esistenza stessa degli stessi¹. Un sistema efficiente ed efficace assicura che i contratti finanziari saranno rispettati, e, per tale via, aumenta la quantità di mezzi disponibili per il finanziamento esterno delle imprese. Simile benefico effetto è prodotto dalla trasparenza del sistema finanziario, intesa come accesso a informazioni aziendali, il loro uso e la loro diffusione: ne scaturiscono una riduzione delle asimmetrie informative tra *insider* e *outsider*, i problemi di agenzia² vengono mitigati e il costo del capitale diminuisce.

La competizione nel sistema finanziario e bancario è correlata a più alti livelli di finanziamento esterno per le imprese, soprattutto prestiti: un contesto poco concorrenziale scoraggia l'innovazione e genera inefficienze, con minor credito a un costo maggiore³.

Da un punto di vista teorico, la protezione e la garanzia dei diritti dei creditori e degli azionisti non producono effetti univoci: in situazioni di *stress* finanziario, ad esempio, una maggiore tutela del creditori può determinare un aumento dei casi di insolvenza. Ne potrebbe risultare riluttanza delle imprese a contrarre debito. D'altro canto, maggiori tutele possono indurre gli istituti

¹ Bhattacharya and Daouk, "The world price of insider trading" *The Journal of Finance*, 2002

² B. Holmstroem and J. Tirale, *Market liquidity and performance monitoring*, *Journal of Political Economy*, 1993

³ A. Berger, T. Hannan "Using efficiency measures to distinguish among alternative explanations of the structure performance", *Board of Governors*, 1993

finanziari a migliorare il monitoraggio complessivo dell'attività aziendale con un aumento delle informazioni accessibili rendendo più appetibili anche investimenti in *equity*. Una maggior salvaguardia dei diritti degli azionisti determina un aumento nell'acquisto di partecipazioni azionarie e una riduzione dell'*equity risk premium* e, per contro, una riduzione della leva finanziaria. In alcune circostanze, tuttavia, la paura di diluire il proprio controllo sull'impresa, tipico delle aziende familiari, e di associarsi con controparti forti può indurre un minor ricorso al capitale di rischio come forma di finanziamento. Talvolta, *shareholder right* relativamente più tutelati di *creditor right* possono consentire alle imprese di rimandare nel tempo il dissesto finanziario attingendo a nuovo debito.

Per quanto riguarda la possibilità di scelta tra diversi strumenti di debito, un sistema finanziario improntato a trasparenza e informazioni accessibili tende a stimolare il ricorso a tecniche di *funding market-based*, in particolare *corporate bond*. D'altro canto, banche in competizione erogano prestiti in maggior quantità e a condizioni migliori, scoraggiando il ricorso alle obbligazioni.

Un contesto legale efficiente, affidabile ed economico incoraggia i finanziatori a concedere crediti a lungo termine, rifuggendo da tattiche opportunistiche quali affidamenti a breve termine e revocabili.

In conclusione, ci proponiamo di analizzare l'impatto che le **dimensioni aziendali** hanno sulla struttura finanziaria nel contesto europeo.

Le piccole e medie imprese (*PMI*), come detto, svolgono un ruolo preminente nella struttura imprenditoriale del vecchio continente e, per tale motivo, sono al centro dell'attenzione di *policymaker* e ricercatori.

Si ritiene che le piccole^{1,2} in particolare, incontrino problemi di accesso al credito a causa della opacità informativa che le caratterizza: a differenza delle grandi imprese, sovente non emettono titoli che potrebbero essere

¹ Gertler M., "Financial Structure and aggregate economic activity: an overview", *Money, Credit and Banking*, AUG. 1988, pp 559/588

² "The SME financing gap: theory and evidence" Volume 1, OECD, 2006

continuamente prezzati e valutati dal mercato e gli analisti dedicano scarsa attenzione alle piccole aziende che decidono di quotarsi.

Trasmettere all'esterno i propri punti di forza e, per questa via, costruirsi una reputazione, risulta molto difficile.

I finanziatori, per lo più banche, devono sopportare alti costi di valutazione e di monitoraggio. Una opacità informativa che, del resto, è insita nella loro natura: spesso di recente costituzione, operano frequentemente in settori ad alto rischio e talvolta con *business model* innovativi ancora non sperimentati.

Rispetto a realtà di dimensioni maggiori, offrono meno garanzie collaterali a protezione dei creditori, hanno un potere negoziale inferiore e i costi di finanziamento sono più alti e, in buona parte, fissi.

Secondo recenti indagini¹, le principali fonti di finanziamento per le *PMI* sono, nell'ordine, banche, società di *leasing* e *renting* e, in alcuni paesi, investitori privati: prestiti ed aperture di credito in conto corrente le forme più usate.

In Francia il 64% delle imprese ritiene che il prestito bancario sia essenziale per la realizzazione dei propri progetti.

Il 78% dei finlandesi intervistati è di tutt'altro parere e il 95% reputa molto agevole l'accesso al credito bancario, a fronte di un esile 14% in Germania.

La tabella che segue evidenzia chiaramente il diverso ruolo che banche e mercato dei capitali hanno per le imprese a seconda delle loro dimensioni: le più grandi dipendono meno dal credito bancario e ricorrono maggiormente alle obbligazioni.

¹ “SME access to finance” Flash Eurobarometer, The European Commission, 2005

Table 9 External financing indicators across size classes				
(euro area, average over 1999-2005, in percentages) ^(1, 2)				
Indicator	External financing			
	Bank loans to total debt		Bonds to total debt	
	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted
Averages by size class				
Large	18	23	6.2	3.7
Medium	33	34	1.5	1.1
Small	29	34	1.3	0.8
Variance contribution of individual factors				
Size	3.8	8.6	17	11
Sector	9.4	19	11	14
Country	34	37	12	13

Per quanto concerne la struttura di bilancio, il rapporto *debt/equity* ottenuto omogeneizzando i dati per settore di attività e paese (cfr. tabella) e il *debt to cash flow ratio* rettificato appaiono più significativi per le realtà più piccole. La distribuzione geografica e settoriale appare importante spiegando circa il 25% della variabilità riscontrata. La composizione delle attività, in particolare liquidità e immobilizzazioni finanziarie, risulta molto eterogenea per classi di grandezza. Influyente il ruolo svolto, in specie, da possibili diversi sviluppi dei mercati finanziari nei vari paesi e, in misura minore, dalla diversificazione settoriale. Per quanto riguarda, invece, il rapporto immobilizzazioni materiali su totale attività, le differenze intersettoriali sono ampie e facilmente spiegabili con la presenza delle imprese più grandi nei settori maggiormente *capital intensive*, quali trasporti, elettricità, comunicazioni.

La struttura del passivo, debiti a breve su debiti totali, appare abbastanza omogenea: l'influenza maggiore in questo caso è da ricondurre al fattore settoriale in cui imprese attive nelle costruzioni e nel *retail*, per lo più di ridotte dimensioni, registrano le scadenze più brevi.

Table 10 Balance sheet structure indicators across size classes

(euro area, average over 1999-2005, in percentages)^{1), 2)}

Indicator	Debt to equity		Debt to cash flow		Cash to total assets		Short-term debt to total debt		Tangible fixed assets to total assets		Financial fixed assets to total assets	
	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted	Not adjusted	Adjusted
Averages by size class												
Large	171	234	707	881	3.3	4.0	61	63	27	27	25	20
Medium	188	224	928	1,063	5.2	5.8	66	62	26	32	13	10
Small	137	256	925	1,186	6.5	7.9	64	63	19	29	26	11
Variance contribution of individual factors												
Size	2.4	1.7	0.6	4.8	25	31	0.1	0.1	1.8	1.3	16	19
Sector	18	31	12	22	11	13	62	66	63	63	14	10
Country	18	26	19	22	35	40	12	20	11	18	25	33

Source: Own calculations based on BACH database.

1) Adjusted indicators are calculated by imposing that the sector-country weights from the national accounts are the same across size classes.

2) The variance of each indicator across firms has been decomposed separately (not jointly) for their size, sectoral and country dimensions. This variance decomposition has been computed for both unadjusted and adjusted indicators. Thus, regarding the size dimension, the figures report the contributions of size to the overall variance. For instance, in the case of the ratio of cash to total assets, 25% of the variance across firms is explained by size classes on the basis of unadjusted data (31% on the basis of adjusted data), while 75% (69% adjusted) is explained by the residual variance, i.e. the dispersion of firms within each size class. The same decomposition is performed for the sectoral and country dimensions. For instance, in the case of the ratio of cash to total assets, the country and size dimensions are the most relevant factors in explaining the degree of variance across firms.

2.2 DEBITO E GOVERNANCE DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY

Practitioner: “Things are really tough because the banks are only lending 4 times cash flow, when they used to lend 6 times cash flow: We can’t make our deals profitable anymore.”

Academic: “Why do you care if banks will not lend you as much as they used to? If you are unable to lever up as much as before, your limited partners will receive lower expected returns on any given deal, but the risk to them will have gone down proportionately.”

Practitioner: “Ah, yes, the Modigliani – Miller theorem. I learned about that in business school. We don’t think that way at our firm. Our philosophy is to lever our deals as much as we can, to give the highest returns to our limited partners.”

Questo dialogo¹ immaginario tra un operatore di *PE* e un professore di finanza, oltre che inquadrarsi perfettamente nell’attuale fase di mercato, sintetizza molto bene un aspetto peculiare dell’attività di questi investitori: i problemi di *governance* nei rapporti tra *LP* e *GP*.

Il successo delle società di *PE* dipende, in sostanza, dall’abilità dei *GP* di effettuare investimenti *value-accretive*: per far ciò, questi *manager* hanno bisogno di un ampio grado di autonomia per realizzare gli affari che, di volta in volta, si presentano alla loro attenzione. D’altro canto, questa libertà incondizionata determina un problema fondamentale di *governance*: i *LP*, come già illustrato nel precedente capitolo, si impegnano preventivamente a fornire l’*equity* per le transazioni effettuate dai fondi di *PE* senza avere, concretamente, grandi possibilità di alienare la loro partecipazione o sfiduciare

¹ Axelson U., Stroemberg P. and Weisbach, “Why are Butouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds”, JAN. 2007

gli amministratori. Siamo in presenza, dunque, di investimenti con minimo grado di liquidabilità.

A ben vedere, si tratta di una criticità sicuramente più importante di quanto si verifica per le società quotate, le cui azioni vengono trattate in un mercato regolamentato, di norma efficiente e valida via di uscita.

Un'altra peculiarità dei *LPA*, rilevante per l'argomento trattato in questo paragrafo, è rappresentata dal limite quantitativo, solitamente tra il 20% e il 25% del capitale raccolto, destinabile a un singolo affare: un tetto che costringe al ricorso a provvista esterna, usualmente nella forma di *high-risk debt*, per la conclusione di transazioni più grandi.

Inoltre, la leva non può essere assunta a livello di fondo, cosa che sicuramente renderebbe il debito meno rischioso e il finanziamento meno *state-contingent*, ma va caricata di volta in volta sulle società acquisite.

L'orizzonte temporale di questi investitori, infine, ha dei limiti ben precisi, codificati negli accordi iniziali.

Da un punto di vista meramente teorico, il fondo potrebbe raccogliere capitali in tre modi:

- ***ex-post***: su una base “*deal by deal*”;
- ***ex ante***: raccolta preventiva per diversi futuri progetti;
- **una combinazione** dei primi due.

Nel caso del finanziamento *ex-post*, il debito si presenta come il mezzo sicuramente più adeguato e i *GPs* potrebbero decidere di effettuare tutti gli investimenti per i quali riescono a reperire i capitali, anche se alcuni di questi progetti si prospettano palesemente diluitivi. L'unico limite effettivo alla realizzazione del progetto è rappresentato in questo caso dalla contingente

situazione economica: si verifica, dunque, un eccesso di investimenti in periodi di crescita in cui in media il *NPV* è positivo, mentre in fasi congiunturali negative si registra un fenomeno di sottoinvestimento e vengono tralasciati anche alcuni *deals* che potrebbero creare valore.

La modalità di finanziamento *ex-ante* risolve alcuni di questi problemi: realizzando un *investment pooling* e legando il compenso dei *GP* alla *performance* del fondo nella sua totalità e non delle singole transazioni, si introduce un incentivo ad evitare i cosiddetti *bad deal* in quanto diluirebbero il ritorno dei cosiddetti *good deal*.

Sostanzialmente viene creato un meccanismo in cui c'è una creazione endogena di ricchezza e gli inconvenienti tipici della *limited liability* vengono superati.

Negli anni '80, era d'uso calcolare il *carried interest* sulla base dei singoli affari. Col tempo, questa prassi è stata soppiantata dalla cosiddetta "*aggregation*" per il semplice motivo che "il meccanismo *deal-by-deal* è fondamentalmente non funzionale ai fini di un allineamento prospettico degli incentivi, tendendo a creare un *bias* a favore di maggior rischio e, potenzialmente, più alti tassi di rendimento. Per il *GP*, l'unico costo di un progetto negativo era rappresentato dal danno reputazionale e dalla frazione di capitale investito in quel particolare affare" (*Schell*¹).

Anche la modalità di finanziamento *ex-ante* ha un limite: ai *GP*, una volta raccolti anticipatamente i capitali, viene lasciata una sostanziale autonomia. Gli amministratori, non dovendo ricorrere di nuovo al mercato dei capitali, si possono permettere il lusso di finanziare transazioni anche in fasi congiunturali sfavorevoli. Inoltre, ad un dato momento del periodo di investimento, se non sono state realizzate acquisizioni per mancanza di opportunità, e non se ne

¹ *Shell, James* (2006), *Private Equity Funds. Business Structure and Operations* (Rel. 12). Law Journal Press, NY

prevedano di buone per il futuro, l'amministratore può essere indotto a tentare il tutto per tutto.

Una combinazione di *ex-post* ed *ex-ante* appare la soluzione ai problemi sopra individuati ed, in effetti, è nella pratica corrente quella più usata: l'*equity* apportato *ex ante* preserva l'incentivo del *GP* di evitare *bad deal* in periodi favorevoli, ma la componente *ex post*, di norma *high risk debt*, produce il risultato di impedire di investire in *bad deal* in periodi sfavorevoli. Dover ricorrere a creditori esterni in quantità rilevanti, significa sottoporsi alla valutazione delle banche sia nel merito delle iniziative proposte che del contesto macroeconomico in cui maturano. Vengono così scongiurati tentativi di *risk-shifting*.

Si tratta di una struttura finanziaria ottimale nel senso che tende a massimizzare il valore degli investimenti in due modi:

- minimizzando la distruzione di valore prodotta da acquisizioni con *NPV* negativo che vengono comunque effettuate;
- riducendo al minimo le buone opportunità ignorate.

Anche questa struttura finanziaria definita "ottimale" presenta però criticità: in particolare, in periodi di congiuntura positiva, si tende a sovrintestire, realizzando anche progetti con presumibile *NPV* negativo. Durante le fasi di rallentamento, invece, si ha difficoltà a reperire finanziamenti anche quando finalizzati a progetti positivi. Si crea una sorta di moltiplicatore della ciclicità e per questa via può essere anche spiegato il carattere estremamente prociclico¹ tipico dell'attività di *PE*.

Anche la *performance* ne risulta influenzata: la maggiore selettività esercitata in periodi di crisi origina in media una migliore qualità dei progetti

¹ Gompers, Paul, and Josh Lerner (1999b), "The Venture Capital Cycle", MIT Press: Cambridge

avviati e, come dimostrato da diversi ricercatori¹⁻² in studi empirici, nelle fasi di grande espansione si verifica un ampliamento dei multipli pagati con successive *performance* inferiori.

¹ Gompers, Paul, and Josh Lerner (2000), “Money Chasing Deals?: The impact of Fund Inflows on the Valuation of Private Equity Investments”, *Journal of Financial Economics* 55: 281-325

² Kaplan, Steven, and Jeremy Stein (1993) “The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s”, *Quarterly Journal of Economics*, 108, 313-358

2.3 L'INDEBITAMENTO DELLA TARGET COMPANY E IL RECUPERO DELL'EQUITY INVESTITO

La leva finanziaria crea valore per gli azionisti in tre modi:

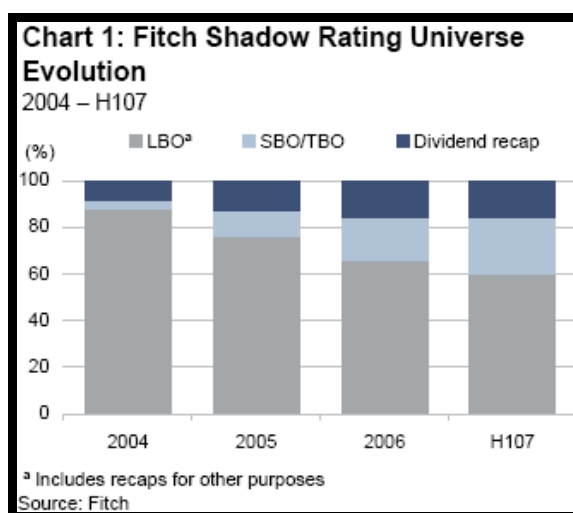
- consente di monetizzare i futuri *cash flow* distribuendo cassa agli azionisti;
- incrementa il tasso di crescita degli utili nel breve termine;
- crea nuovi incentivi per il *management*.

Una società può essere levereggiata attraverso tre modalità:

SPECTRUM LEVERAGED TO BOOST SHAREHOLDER VALUE: WHY AND HOW			
	SHARE REPURCHASE	MODERATE RECAP	RECAP / LBO
Financial aspects			
credit ratings	investment grade	cross-over/BB	low BB/High B
debt-to-EBITDA	< 2.5x	3.0x-4.0x	4.5x-5,5x
EBITDA/interest	>6x	3.50x-5.0x	2.0x-3.0x
bank/short term debt	up to 100%	up to 100%	max
HY bonds	none	none	max
Equity	limited impact	moderate impact	public stub-private
Impact/time horizon			
visibility	low	medium	high
time horizon	1-2 years	2-3 years	extremely variable
Company issues			
Effectiveness as a raid deterrent	lowest	moderate	highest
risk of financial distress	some	moderate	highest
post-debt debt capacity	highest	moderate	lowest
possible growth constraint	some	moderate	highest
Equity-holder issues			
immediate value to shareholders	low	moderate	highest
EPS/ROE ramp-up	low	moderate	highest
stock liquidity	highest	moderate	lowest
Management issues			
Insider ownership	low	moderate	highest
Management challenge	low	moderate	highest

rielaborazione su dati Goldman Sachs Ceo Confidential

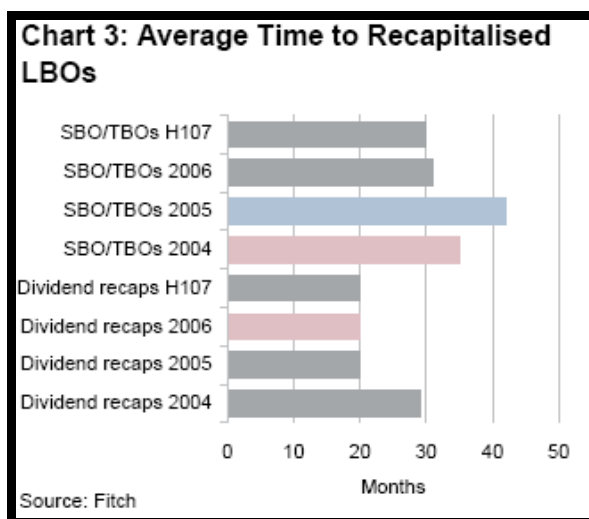
Le operazioni di *recapitalization (recap)*, molto in voga verso la metà degli anni '80 come strumento di difesa delle società da attacchi e tentativi di *take-over* da parte di *raider*, hanno assunto negli ultimi anni un ruolo molto importante per i fondi di *PE*, che, in questo modo e tramite “*secondary o tertiary buyout*” (*SBO/TBO*), rientrano dell'*equity* investito e hanno una *way out* molto più comoda e veloce di quanto possa essere un *turnaround* aziendale con successiva vendita tramite *IPO* o *trade deal*.



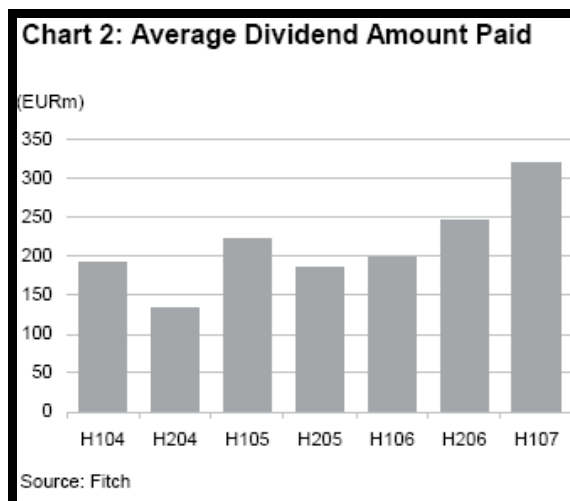
Dalla tabella è possibile evincere che il *trend* che ha visto dal 2003 in poi un incremento graduale delle operazioni di *SBO/TBO* e *Dividend recap* rispetto a quelle di *LBO* è confermato anche nella prima metà del 2007.

Le società europee oggetto di “*recycled LBO transaction*” comprese in un campione monitorato da *Fitch Ratings* nella prima metà del 2007, un totale di 47 di cui 19 interessate da *dividend recap* e 28 da *SBO/TBO*, hanno ampiamente approfittato delle favorevoli condizioni del mercato del credito per restituire cassa ai loro *sponsor*: i dividendi pagati rappresentano in media l’81% del capitale originariamente investito per un *holding period* medio di 20 mesi, invariato rispetto ai due anni precedenti.

Un *trend* molto più marcato di riduzione del *time to recycling* si è evidenziato per le operazioni di *SBO/TBO*.



Risulta in crescita il dividendo medio distribuito.



Entrambi i tipi di operazione rappresentano spesso l'occasione colta dai fondi per riarticolare in modo sempre più aggressivo il *debt package* delle società coinvolte.

H107 (%)	TLA	TLB	TLC	TLD	Second lien	Mezzanine
Original capitalisation						
Total recycled deals	40	25	24	2	3	5
Total dividend recaps	43	23	22	3	5	3
Total SBO/TBOs	38	27	26	1	2	7
Post recapitalisation						
Total recycled deals	18	42	22	4	9	5
Total dividend recaps	23	44	22	2	6	3
Total SBO/TBOs	14	39	23	6	11	7

Source: Fitch

con una diminuzione notevole della *TLA* in favore della *TLB*, finalizzata a posporre il rimborso del debito, con evidenti rischi di rifinanziamento all'ottavo o nono anno, e a rendere, per questa via, la struttura finanziaria sostenibile.

Weighted averages	All recycled	Previous deal	Dividend recaps	Previous deal	SBO/TBO	Previous deal
Enterprise value (EURm)	1,275.3	1,025.7	1,344.7	1,195.0	1,187.5	639.9
Revenue growth (3 yr CAGR) (%)	6.9	4.9	4.9	3.6	9.5	7.9
EBITDA in yr 1 (EURm)	132.2	124.8	146.9	141.6	113.6	86.4
EBITDA margin in yr 1 (%)	17.8	16.5	16.5	16.1	19.6	17.4
EBITDA margin expansion yr 1 to yr 3 (bps)	99.1	77.8	77.8	79.4	126.1	74.0
Cash interest yr 1 pro forma (EURm)	52.8	43.7	60.4	50.7	43.3	27.9
Total CapEx yr 1 to yr 3 (EURm)	36.0	35.1	40.0	34.6	31.0	36.0
Net operating working capital yr 1 to yr 3 (%)	9.0	8.9	5.5	5.7	13.5	16.4
Mandatory amortisation yr 1 to yr 3 (EURm)	10.2	16.0	13.8	18.6	5.8	10.2
Total leverage at closing	6.6x	5.7x	6.3x	5.8x	6.9x	5.3x
Total leverage at yr 3	4.9x	4.2x	5.0x	4.4x	4.9x	3.7x
Cash interest cover at closing	2.8x	3.7x	2.7x	3.3x	2.8x	4.5x
Cash interest cover at yr 3	2.9x	3.7x	2.6x	3.5x	2.9x	4.3x

Source: Fitch

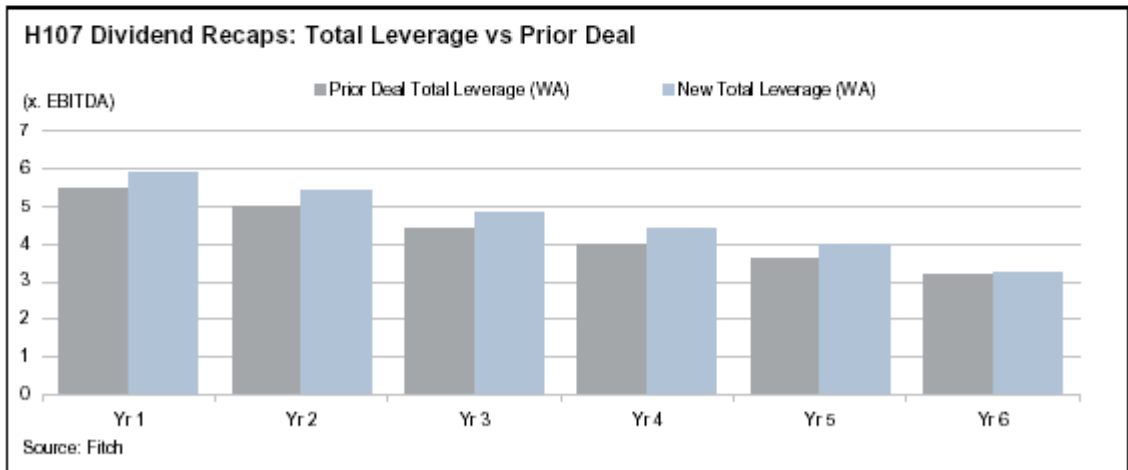
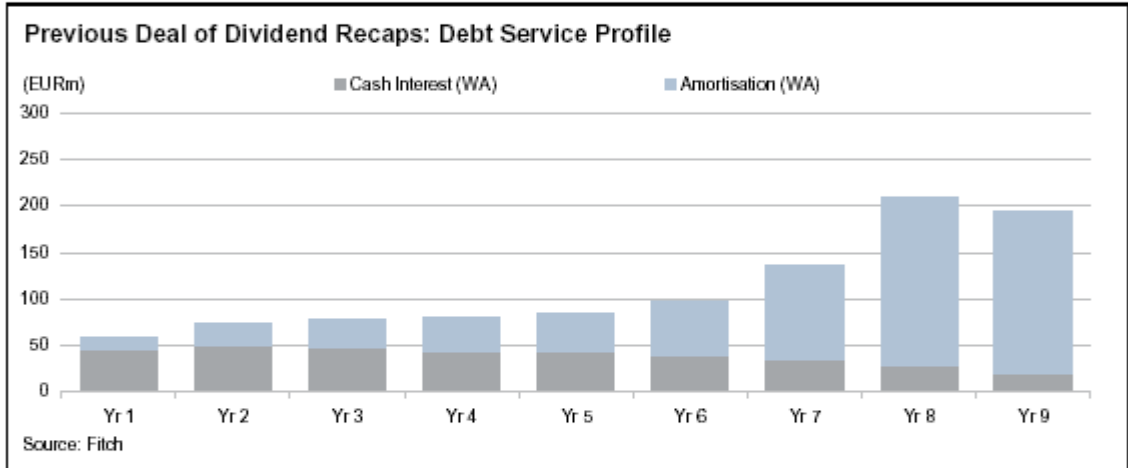
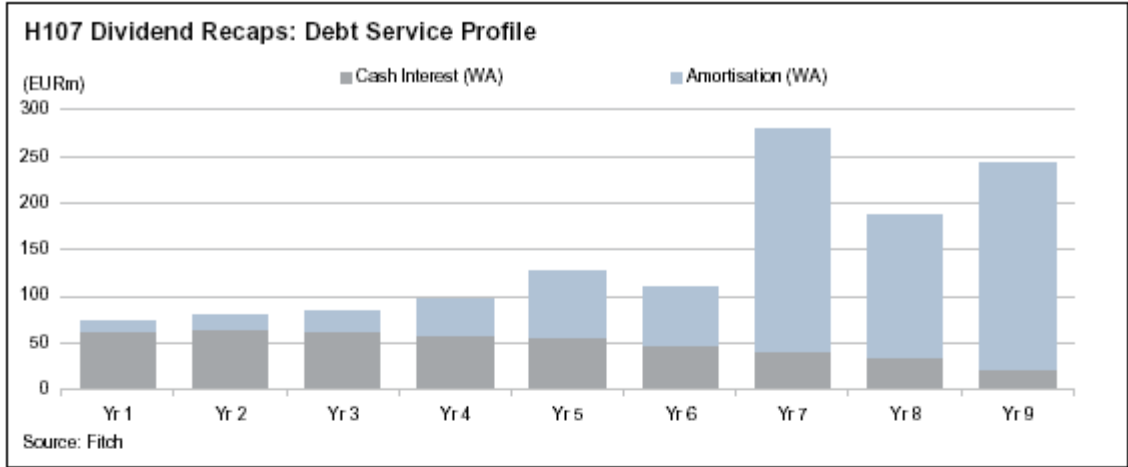
Questa tabella di *Fitch Ratings* evidenzia stime finanziarie più ottimistiche (soprattutto a livello di crescita del fatturato e di marginalità operativa lorda) per le società “*recycled*” rispetto agli obiettivi originari, un miglioramento ascrivibile alla solida crescita economica e alla buona redditività delle imprese negli anni di riferimento. Per le *dividend recap* si ipotizza un aumento delle spese in conto capitale di circa il 16% e un notevole incremento del fatturato che, uniti a una conferma del miglioramento dei margini e a minori esborsi fiscali per i maggiori oneri finanziari, dovrebbero coprire l'aumento del *cash interest*.

Per le *SBO/TBO*, invece, si punta ad un consistente miglioramento dei flussi di cassa ottenibili con un minor peso del circolante e un contenimento degli investimenti.

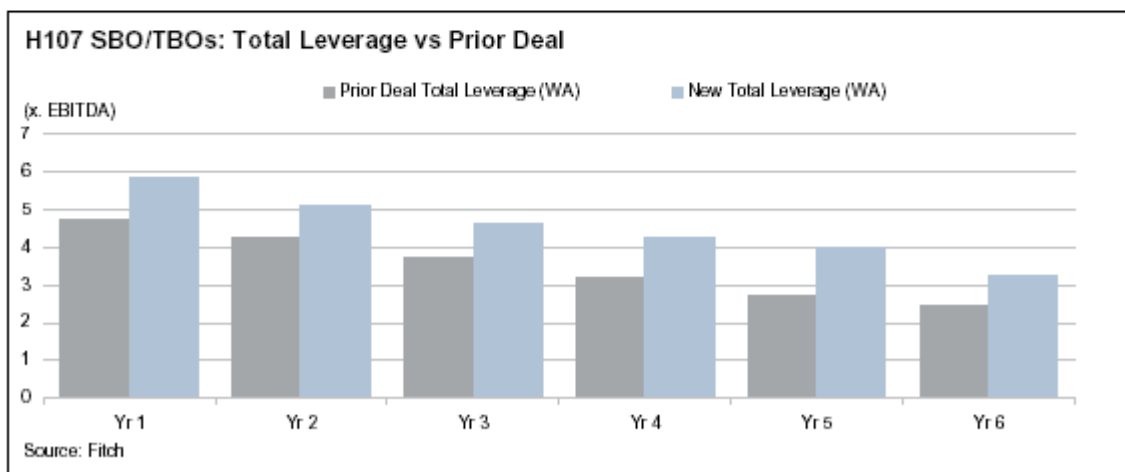
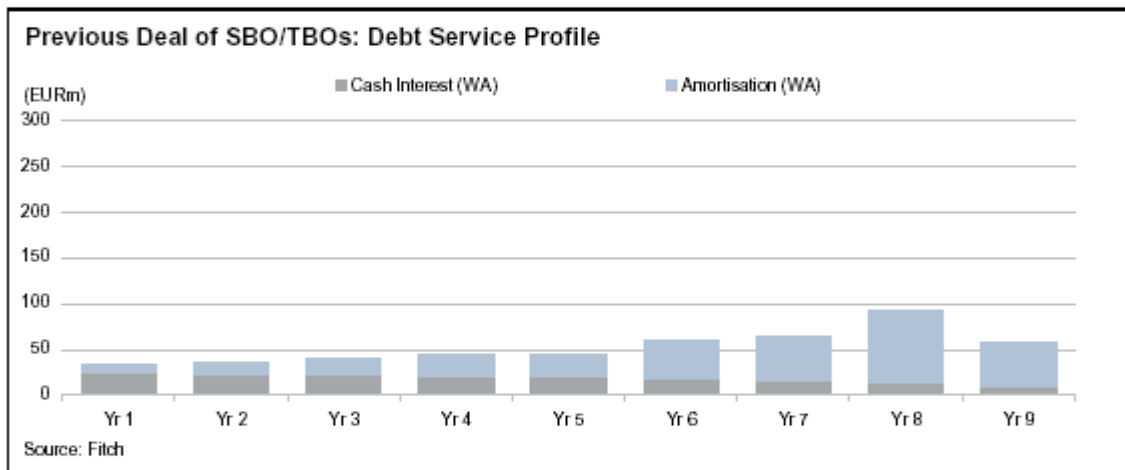
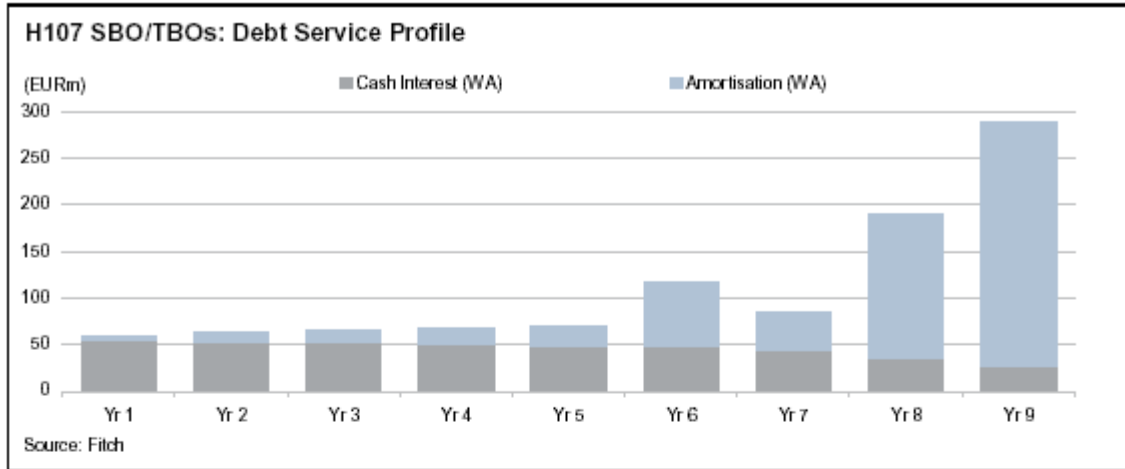
Per quanto concerne il debito, a livello generale si nota una diminuzione nell'ordine del 36% della media ponderata annua di ammortamento del capitale, più marcata nel caso delle *SBO/TBO* le quali prevedono una riduzione più marcata della *TLA*.

Nonostante ciò, le tabelle che seguono danno chiaramente un'idea dell'appesantimento registrato dal servizio del debito, soprattutto nel caso delle *SBO / TBO*, e dai limitati margini di errore possibili soprattutto negli ultimi anni.

■ **Appendix A: Refinancing risk builds up for Dividend Recaps...**



■ Appendix B: ...Yet Fully back-ended debt structures in SBO/TBOs increases refinancing risk to a greater extent



Il *regearing* sopra descritto ha interessato soprattutto alcuni settori di attività, tipicamente ciclici, quali il manifatturiero, l'automobilistico e le costruzioni: gli *sponsor* finanziari delle iniziative hanno approfittato del positivo contesto macroeconomico per rientrare dell'*equity* investito. Ciò nondimeno, il fatto che tali operazioni siano poste in essere in misura sempre più aggressiva e in archi temporali sempre più ravvicinati, è sicuramente sintomo di esuberanza irrazionale o euforia: la mole crescente di debito caricata sui bilanci delle *portfolio companies* per finalità puramente finanziarie e punto industriali o di investimento, espone tali società a *downgrading* e a probabilità di *default* più elevate, rendendole molto più vulnerabili e meno flessibili in caso di tassi di interesse crescenti e rallentamento congiunturale.

L'allentamento dei *covenant*, in particolare delle clausole *change-of-control*, ha reso possibile *dividend recap*, seguite a distanza di pochi mesi da *SBO / TBO*.

PARTE TERZA

DEBT STRUCTURE DI UN LEVERAGED BUYOUT

3.1 *IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NEL MERCATO PRIMARIO: BANCHE E INVESTITORI ISTITUZIONALI*

Mario Draghi, Governatore della Banca d'Italia, il *troubleshooter* preferito della comunità finanziaria internazionale, in un recente intervento¹ ha detto: *“Ogni crisi lascia i policymaker scossi dalla povertà delle loro capacità previsive. Se è possibile talvolta vedere con chiarezza i fattori di rischio è però impossibile predire il momento che il mercato sceglierà per avviare la crisi, le precise forme che questa assumerà, i nessi decisivi per la sua propagazione....”*

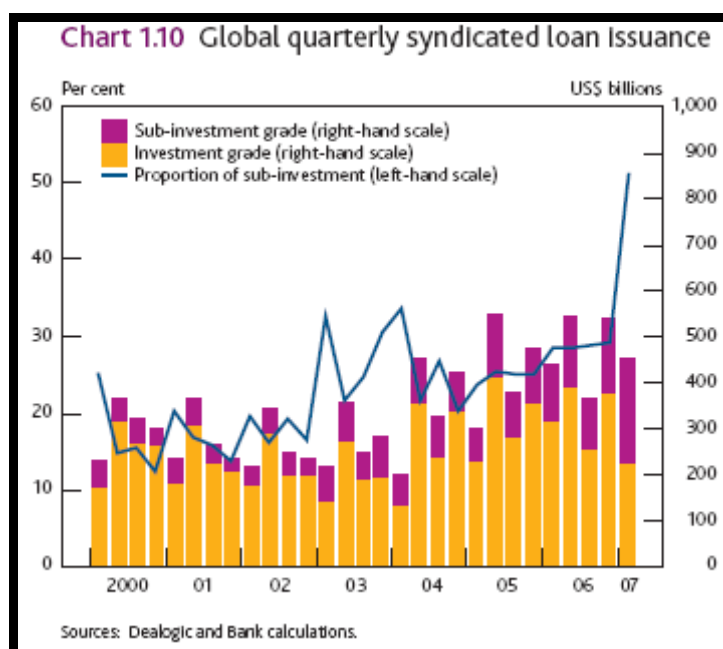
Prima di agosto 2007, nell'ambito della comunità finanziaria internazionale tutti temevano che la prossima crisi sarebbe stata originata da un *hedge fund*, mentre, in realtà, nell'occhio del ciclone si sono trovate le banche.

In questo capitolo, dopo una breve digressione sui mercati finanziari cui attingono i fondi di private *equity* per finanziare le loro transazioni,

¹ *“Troppi i rischi che sfuggono alle banche”, Il Sole 24 Ore, 7 NOV. 2007*

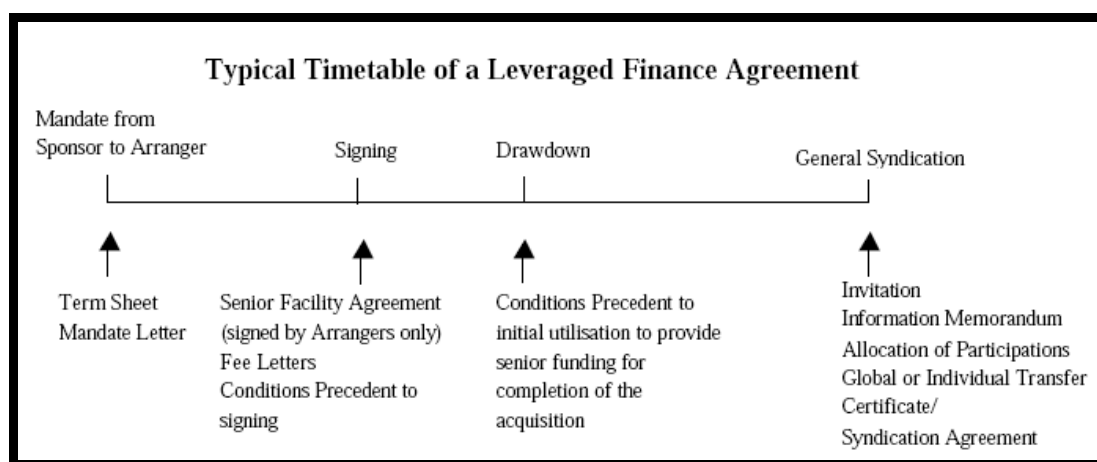
analizzeremo i dati relativi a prestiti sindacati e obbligazioni ad alto rendimento. Parleremo inoltre degli attori che vi si muovono, banche ed investitori istituzionali, e l'evoluzione del ruolo svolto.

La primaria fonte di capitale di debito per le società europee è rappresentata dal *corporate lending*, mentre negli Stati Uniti un ruolo rilevante spetta anche al mercato obbligazionario. Dal lancio della moneta unica nel 1999, i **prestiti sindacati** alle imprese sono diventati gradualmente in Europa uno strumento di finanziamento sempre più importante. Ciò riflette una tendenza mondiale (cfr. grafico).



Si tratta sostanzialmente di prestiti concessi da un gruppo di banche o altri finanziatori a un mutuatario. Combinano, nella loro natura ibrida, caratteristiche tipiche del rapporto creditizio banca-cliente e altre proprie di un debito negoziato sul mercato. Consentono, inoltre, la ripartizione del rischio di credito tra diverse istituzioni finanziarie, senza comportare gli oneri di informativa e di commercializzazione cui sono sottoposti gli emittenti di obbligazioni. Rispetto ad un tradizionale finanziamento bilaterale o multilaterale, che incontra limiti quantitativi e di standardizzazione, i prestiti

sindacati permettono l'erogazione di importi rilevanti con significativi risparmi in termini di costi e tempi e sono adattabili sulle singole e peculiari esigenze del prestatore: il compito di individuare le possibili istituzioni interessate al finanziamento e di stabilire le modalità tecniche dell'operazione ricade sulla banca che ha ottenuto il mandato (*arranger*), secondo un percorso *standard*. (cfr. schema tratto da *Loan Market Association*).



I principali utilizzatori di queste forme di credito sono principalmente imprese con un notevole potenziale di crescita allo stesso tempo soggette ad alti livelli di asimmetria informativa: un'analisi per settore di attività evidenzia che l'industria manifatturiera e l'*high tech* sono tra i principali emittenti.

Dal punto di vista dei finanziatori, questo strumento determina un flusso provvigionale di rilievo e per giunta rappresenta un utile volano per lo sviluppo di attività collaterali; consente la partecipazione attiva alle operazioni di finanziamento dei propri clienti anche quando queste sono dettate da esigenze di internazionalizzazione o di crescita attraverso acquisizioni, e richiedono importi superiori a quelli erogabili dalla singola banca; permette di prender parte ad operazioni sui mercati finanziari internazionali, di diversificare gli impegni per settore, paese e valuta, e, infine, di limitare i rischi di comportamenti opportunistici da parte dei prestatore grazie alla distribuzione di

informazioni nel sindacato e alle clausole di *cross-default*. I rischi sono mitigati dall'affermarsi di mercati secondari trasparenti ed efficienti e dai derivati di credito. Ne risultano, inoltre, sinergie di costi operativi e di monitoraggio. Per banche di più piccole dimensioni, talvolta, la partecipazione a prestiti sindacati rappresenta una possibilità quasi unica per acquisire visibilità sui mercati internazionali o per preservare il rapporto con controparti in crescita e con aumentate esigenze di finanziamento.

Da un punto di vista tecnico, i principali tipi di sindacazione sono tre:

- *underwritten deal*: l'organizzatore del sindacato garantisce a fermo l'intero importo, per poi distribuire in una seconda fase il rischio ad altri investitori mantenendo o cedendo a sconto le quote invendute. L'evoluzione del mercato, in particolare la possibilità di adeguare (*flex*) lo *spread* alle mutate condizioni di liquidità, ha mitigato il rischio un tempo insito in questo tipo di finanziamenti;
- *best-effort syndacation*: l'*arranger* si impegna soltanto per una quota parte del prestito;
- *club deal*: si tratta di finanziamenti di importo limitato, non superiori di norma ai € 150 milioni, tipici del mercato europeo, organizzati prevalentemente da banche regionali in una cornice di *relationship lending*.

Negli *Usa*, a conferma di un ruolo prioritario dei meccanismi di mercato, è molto diffuso il tipo *best-effort*, mentre in Europa i prestiti sindacati sono quasi esclusivamente *underwritten*.

Come accennato all'inizio, i prestiti sindacati hanno una natura ibrida, in quanto si tratta di una transazione in cui il confine tra pubblico e privato viene

in qualche modo superato. Anche in questo caso è opportuno sottolineare una differenza di fondo tra i due sistemi: in Europa, questi finanziamenti sono rigorosamente *private* e ogni informazione trasmessa dall'emittente ai finanziatori è strettamente riservata. Negli *USA*, l'ingresso di investitori istituzionali, l'avvio di un mercato secondario nonché lo sviluppo di organi di informazione specializzati nel settore, hanno contribuito a rendere più sottile questa demarcazione. Si tratta, a ben vedere, di *trend* che si stanno affermando anche sul vecchio continente e che hanno indotto regolatori ed operatori ad adottare una serie di misure mirate ad evitare fughe di notizie e *insider trading*: in particolare, in molte società finanziarie, sono state ideate *chinese wall* tra *trading desk* e analisti, da un lato, e *originator*, dall'altro. Inoltre, il *memorandum* informativo destinato alla pubblicità viene opportunamente depurato di tutta una serie di informazioni che l'emittente ritiene debbano rimanere riservate. I fornitori di dati, notizie e prezzi dei prestiti in genere operano in conformità al principio di libertà di stampa contenuto nel primo emendamento della Costituzione americana e sono tenuti a diffondere informazioni in modo da non ledere deliberatamente la posizione delle parti in causa, si tratti di un'acquisizione o una variazione di prezzi. In alcuni casi, i partecipanti alla transazione firmano lettere di manleva. Non mancano, comunque, in letteratura diversi studi^{1, 2, 3, 4, 5, 6} che mirano a testare la solidità di questi accorgimenti talvolta con esiti insoddisfacenti.

¹ Hotchkiss, Edith S., and Tavy Ronen, 2002, *The informational efficiency of the corporate bond market: An intraday analysis*, *Review of Financial Studies* 15, 1325-1354

² Longstaff, Francis A., Sanjay Mithal and Eric Neis, 2005, *Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? New evidence from the credit-default swap market*, *Journal of Finance* 60, 2213-2253

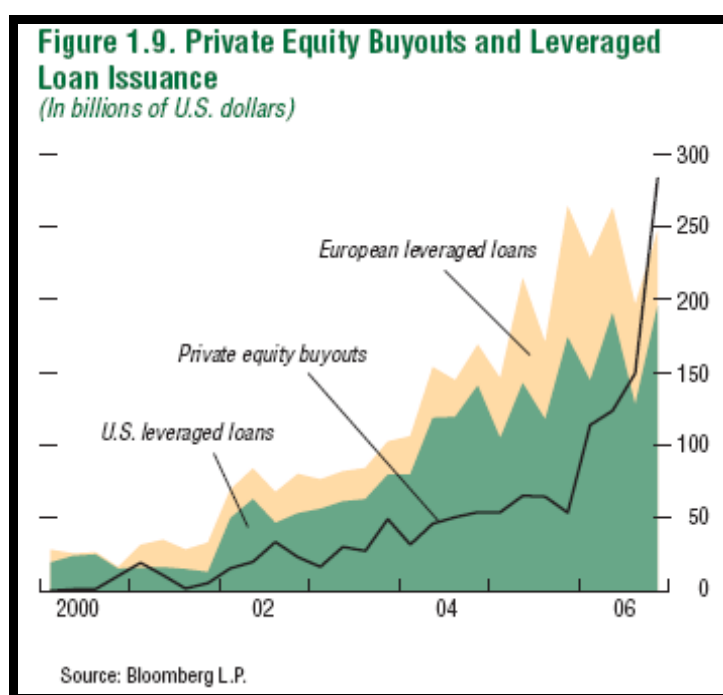
³ Blanco, Robert, Simon Brennam and Ian W. Marsh, 2004, *An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps*, *Journal of Finance* 60, 2255-2281

⁴ Altman, Edward I., Amar Gande, and Anthony Saunders, 2005, *Informational efficiency of loans versus bonds: Evidence from secondary market prices*, *NYU Working Paper*

⁵ Acharya, Viral V., and Timothy C. Johnson, 2005, *Insider Trading in Credit Derivatives*, *Journal of Financial Economics*

⁶ Massa, Massimo, and Zahid Rehman, 2005, *Information flows within financial conglomerates: evidence from the banks-mutual fund relationship*, *Working Paper*

Le considerazioni sin qui esposte, riferite ai prestiti sindacati in generale, hanno una valenza particolare per i cosiddetti *leveraged loan*: in Europa il ruolo dei fondi di *PE* e delle loro operazioni di *LBO* è predominante, intorno al 90%, al punto che molti degli *standard* di mercato ne vengono inevitabilmente condizionati. Negli Stati Uniti, invece, fanno riferimento al mercato primario, pressoché in parti eguali, tanto emittenti corporate, quanto *sponsor*. I primi operano in una prospettiva di lungo termine, attribuiscono un peso limitato alla composizione del sindacato e cercano prioritariamente di ottenere le migliori condizioni possibili, mentre i secondi tendono a privilegiare una consuetudine di lavoro con i finanziatori, di solito un gruppo ristretto.



Partendo dal grafico soprariportato, che evidenzia chiaramente una stretta correlazione tra emissione di prestiti ad alta leva finanziaria e operazioni di *leveraged buyout*, cerchiamo con pochi dati di inquadrare questo segmento del mercato finanziario.

A fine 2006¹ risultavano in circolazione titoli governativi e depositi bancari per \$ 70 trilioni, *asset-backed security* per \$ 10,7 trilioni, finanziamenti alle imprese per \$ 67,7 trilioni, di cui obbligazioni societarie per \$ 11 trilioni (*investment grade* \$ 10,2 miliardi e *high-yield* \$ 0,8 trilioni), prestiti societari per \$ 6,1 trilioni, di cui \$ 5,6 trilioni di *investment grade* e \$ 0,5 trilioni di *leveraged loan*, azioni per \$ 50,6 trilioni.

Secondo dati di *Fitch Ratings* e *Standard & Poor's Leveraged Commentary & Data*, negli Stati Uniti sono stati emessi nel 2006 prestiti ad alta leva finanziaria per \$ 612 miliardi con il 43% finalizzato ad operazioni di *LBO* ed un importo medio di \$ 732 milioni.

Nella prima metà del 2007 gli *sponsor*, termine usato per indicare i fondi di *PE*, hanno originato il 51,2 % dei prestiti ad alta leva (\$ 220 miliardi rispetto a complessivi \$ 263 miliardi l'anno precedente) con un importo medio di \$ 936 milioni. Gli operatori istituzionali, che nel 2001 rappresentavano appena il 15% del mercato primario dei *leveraged loan*, hanno assorbito nel 2007 il 68% delle emissioni contro il 60% del 2006.

Per quanto riguarda il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento, che negli *USA* vengono utilizzate per finanziare *buyout* in misura molto maggiore di quanto non avvenga nel vecchio continente, il primo semestre del 2007 ha registrato collocamenti per un totale di \$ 90 miliardi, in crescita del 41,2% rispetto allo stesso periodo del 2006. L'importo medio è di \$ 444 milioni.

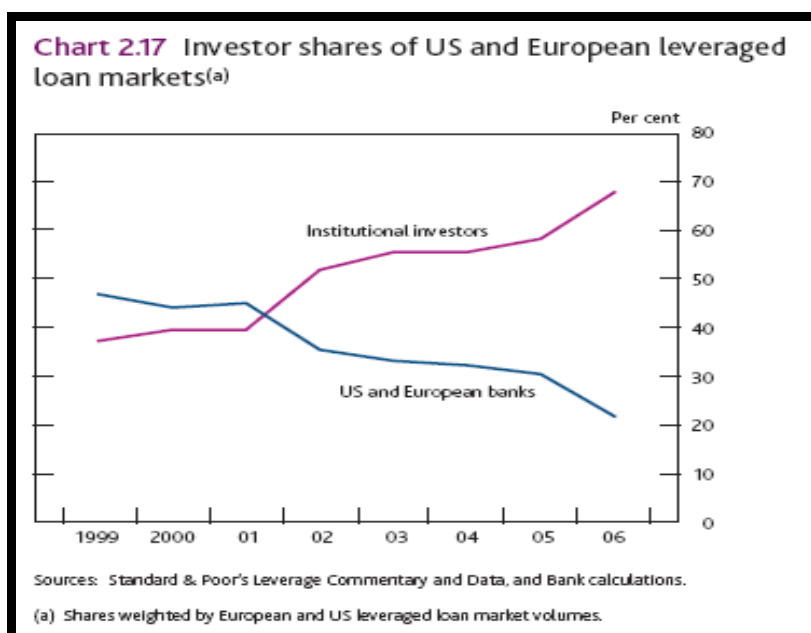
Per quanto riguarda l'Europa, nei primi nove mesi del 2007 sono stati collocati €153 milioni di prestiti in aumento del 15% sul 2006, di cui quasi il 90% assorbito da fondi di *private equity* per il finanziamento di acquisizioni. L'importo medio è stato di € 730 milioni contro i € 500 milioni dell'anno precedente. Il ruolo degli istituzionali appare minore rispetto al mercato statunitense, ma in rapida crescita: questi operatori rappresentavano il 20% nel

¹ *Bank of England, Financial Stability Report OCT. 2007, su dati BIS, Federal Reserve, European Securitisation Forum, Fitch Ratings Ltd, McKinsey Global Institute, Standard and Poor's*

2003 contro il 54,8% del 2007. Il mercato obbligazionario *high yield* europeo, che nel 2001 contava emissioni per appena €10 milioni, ha fatto registrare nei primi sei mesi del 2007 una crescita di circa l'81% rispetto allo stesso periodo del 2006, con emissioni pari a €33,5 miliardi rispetto a €38 miliardi dell'intero anno precedente.

Il rendimento particolarmente appetibile di questi prestiti ad alta leva ha attirato sul mercato società finanziarie e investitori istituzionali che si sono affiancati ai tradizionali operatori di matrice bancaria: ne è risultato un equilibrio di potere contrattuale che in Europa, nonostante la recente evoluzione, è ancora a favore delle banche mentre negli *USA* il *pricing* è maggiormente determinato dalla qualità del credito e dalle forze di mercato. Ciò è probabilmente riconducibile alle differenziazioni regionali e territoriali che, a dispetto dei processi di convergenza ed unificazione, tuttora persistono nel vecchio continente.

Dai dati appena riportati appare chiaro che negli ultimi anni il mercato dei prestiti sindacati ha registrato un notevole sviluppo e, al suo interno, il ruolo svolto dai cosiddetti investitori istituzionali è cresciuto sensibilmente (cfr. grafico).



Alcuni operatori si distinguono per le loro dimensioni, fondi pensione, società assicurative e fondi di investimento, altri per il loro impatto sulla *corporate governance* delle aziende, fondi *hedge*, *private equity* e *securities firm*, alcuni per la loro specializzazione estrema, gestori di prodotti strutturati quali *CDO* e *CLO*, o, infine, per la particolare rilevanza in alcuni settori promettenti ma estremamente rischiosi, *venture capital*. In genere, tutti questi attori sono definiti “istituzioni finanziarie specializzate” che gestiscono risparmio collettivo su mandato di altri investitori con specifici obiettivi di rischio-rendimento.

In un’ottica di finanza aziendale, l’avvento e la diffusione di operatori *extrabancari* ha almeno tre importanti conseguenze: si rafforza l’offerta di fondi, in modo diretto, tramite l’acquisto di partecipazioni azionarie o di obbligazioni societarie; per questa via si effettua un monitoraggio costante e professionale del comportamento delle aziende e si impone disciplina; infine, si consente alle banche una più ampia diversificazione del rischio di credito.

Tra le varie cause che la ricerca ha individuato alla base di questa evoluzione c’è , oltre alla ricerca di rendimenti più alti e maggiore diversificazione, una peculiarità dei prestiti sindacati: la *due diligence* e le formalità amministrative, in un sindacato, vengono tipicamente delegate alla banca organizzatrice, e ne deriva quindi una opportunità per i finanziatori passivi, ossia investitori che non hanno l’*expertise* tipica delle banche nella valutazione e nel monitoraggio¹.

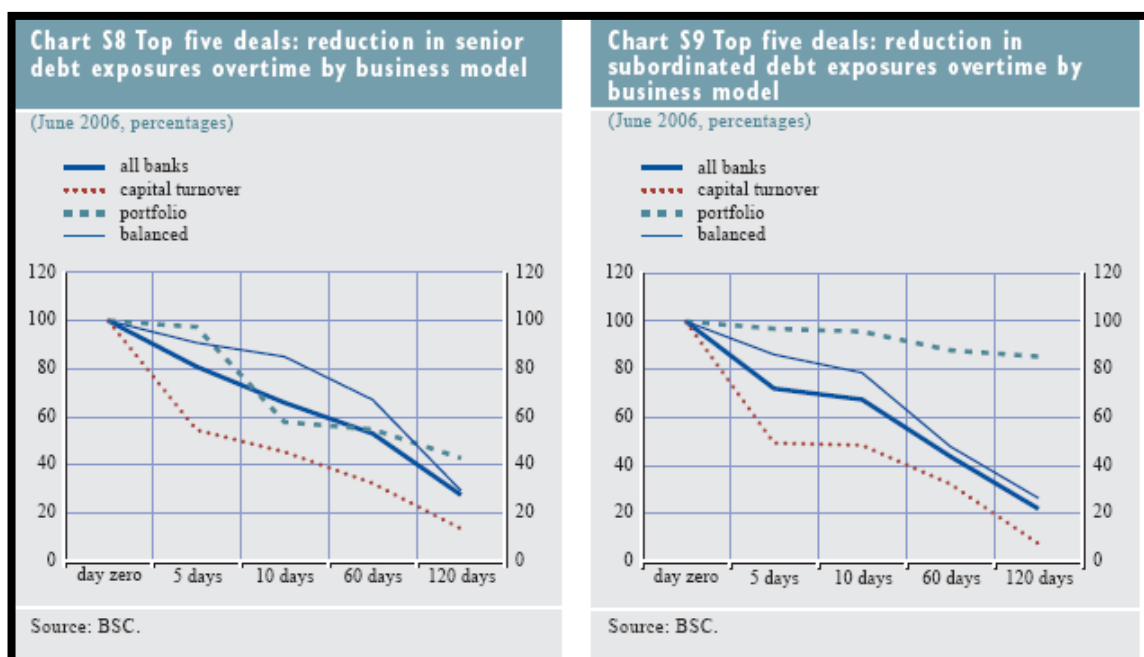
BANCHE

Nella parte che segue passeremo in rassegna l’operatività delle banche e in successione quella dei vari investitori istituzionali.

¹ *Ivashina, V. e Zheng, S. “Institutional stock trading on loan market information”, AUG. 2007*

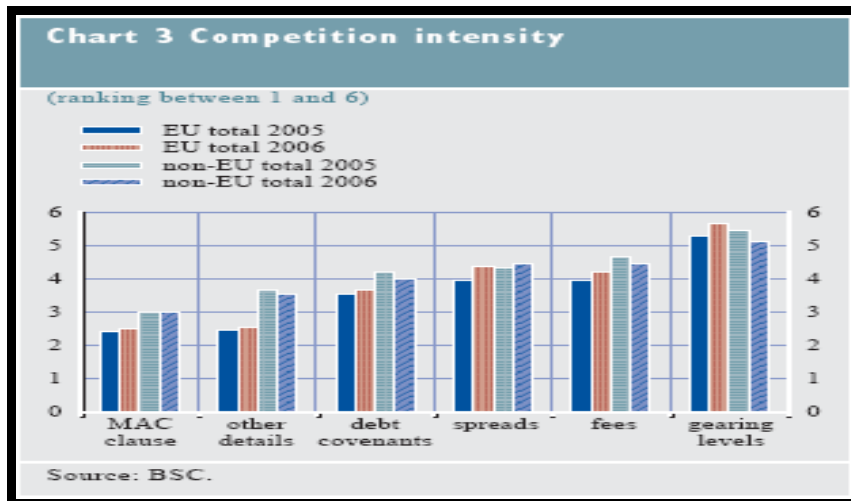
Preliminarmente, va effettuata una distinzione tra due diversi approcci: vi sono banche che hanno adottato il modello di portafoglio e altre quello di *capital turnover*, anche detto di “generazione e distribuzione” (*originate-to-distribute OTD*). Le prime forniscono finanziamenti e intendono mantenere una quota significativa del debito erogato nei propri libri contabili, guadagnando dunque sia proventi da commissioni sia da interessi. Le seconde, invece, organizzano le transazioni, fungono da *advisor* e temporanei “*risk warehouse*”, e mirano a ridurre le proprie esposizioni in un breve periodo facendo ricorso alla sindacazione, ai derivati, alla cartolarizzazione e al mercato secondario in genere: i loro proventi sono per lo più di natura commissionale. Da un’indagine condotta nel periodo 2005/06 dal *Banking Supervision Committee* su un campione rappresentativo di 41 grandi banche europee, americane, giapponesi e svizzere risulta che soltanto il 13% delle banche europee si definisce *capital turnover* a fronte del 55% delle *extra* europee. Si nota inoltre che diverse istituzioni, rispettivamente il 47% e il 27%, adottano un approccio misto o bilanciato. Probabilmente l’Europa sconta un ritardo, peraltro in rapido recupero, sui meccanismi di trasferimento del rischio.

Le tabelle seguenti illustrano la diversa filosofia che

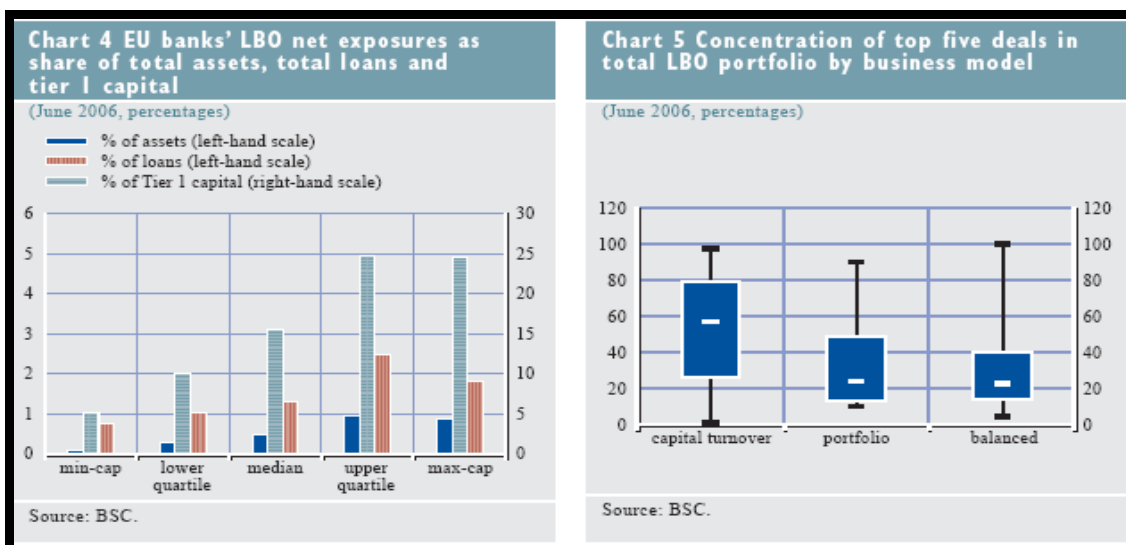


caratterizza i due diversi modelli: le *capital turnover* distribuiscono circa il 50% della loro esposizione subordinata entro cinque giorni dalla chiusura del *deal* con un obiettivo del 70% entro 60 giorni. Le istituzioni classificate come *portfolio* e bilanciate denotano un approccio più lento e le prime in particolare mantengono in bilancio il grosso delle *tranche junior*, attratte dal rendimento superiore. Più graduale appare lo smobilizzo delle *tranche senior*. Sul mercato la competizione è molto serrata tanto che l'aneddotica racconta di offerte di fondi non completamente raccolti dagli *sponsor*: nelle cinque aree interessate (cfr. grafico), livelli di leva, commissioni, *spread*, clausole *material adverse change (MAC)* e varie, si ravvisa una netta differenziazione di ordine geografico in quanto le banche europee, nel particolare segmento del finanziamento delle operazioni di *LBO*, si rivelano in una fase del ciclo meno matura, con pressioni concorrenziali ancora in ascesa soprattutto per quanto concerne i multipli di indebitamento, le commissioni percepite e gli *spread* applicati. Un campo su cui si misurano le capacità delle banche è anche quello della innovazione finanziaria e della complessità delle strutture offerte.

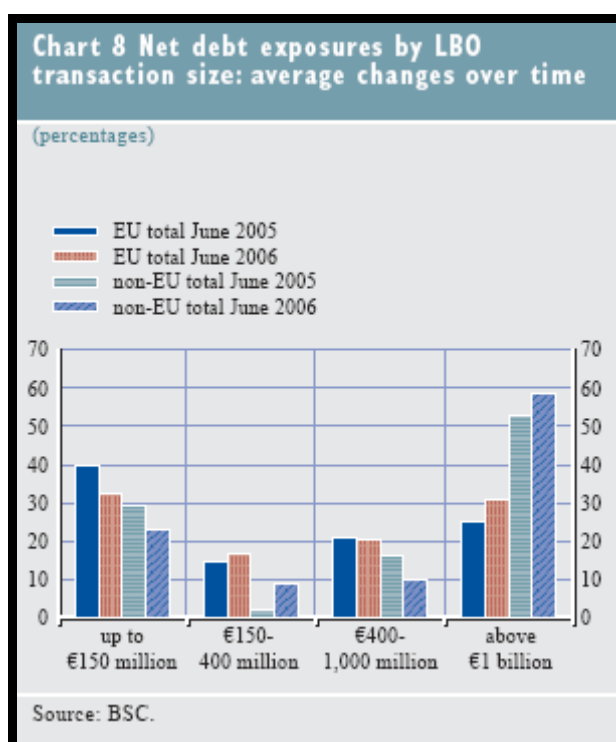
Per quanto concerne i termini contrattuali, la competizione tra i finanziatori ha determinato il diffondersi di strutture *covenant-lite*, ossia prestiti non supportati da clausole di mantenimento (*maintenance*), ma semplicemente di evenienza (*incurrence*): si tratta di una evoluzione che, chiaramente, ha una importanza del tutto particolare per le banche che intendono mantenere in bilancio una parte della esposizione, mentre la *MAC* è sicuramente rilevante per il *capital turnover*.



Quanto alle esposizioni creditizie dirette delle banche, si rileva che il debito riconducibile a *LBO* rappresenta (dati 2006) una quota relativamente modesta delle attività totali o dei fondi propri delle banche: in media si stima meno dell'1% del totale dell'attivo, mentre il valore mediano del debito da *LBO* in rapporto alle attività *tier 1* ammonta al 15%, con punte del 25%. Le esposizioni sono concentrate prevalentemente sulle cinque maggiori operazioni. Per le *capital turnover*, in particolare, il valore mediano delle esposizioni alle cinque transazioni più importanti in rapporto al *portafoglio* di *LBO* è appena inferiore al 60% (cfr. grafici), probabilmente a causa del minor rischio percepito da queste istituzioni che in breve tempo distribuiscono il rischio. Per le banche di tipo *portfolio* o bilanciato le percentuali sono intorno al 20%.

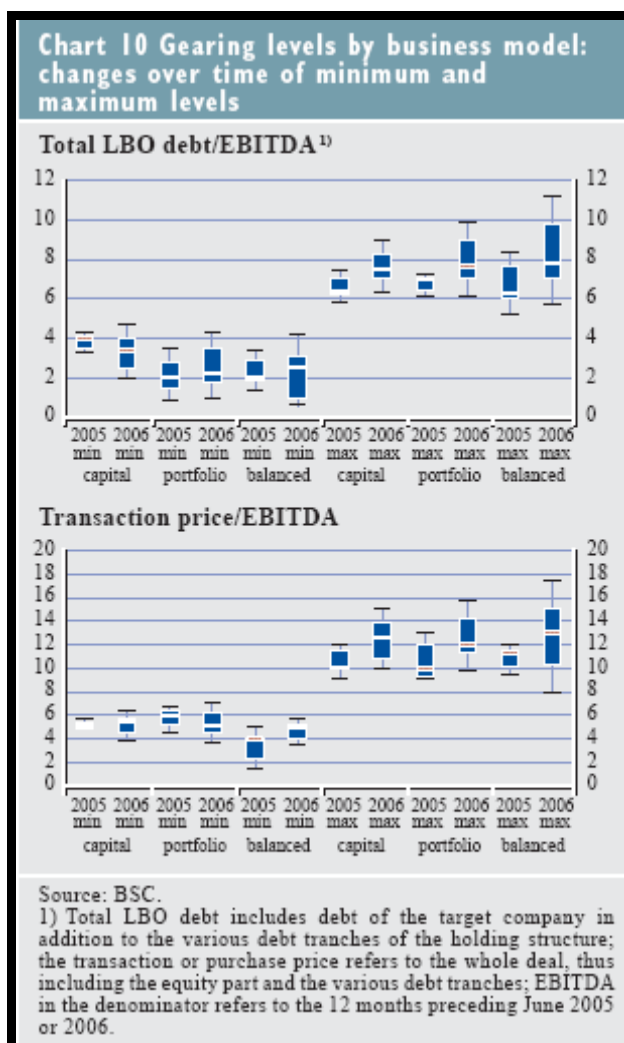


Una tale considerazione è valida anche in riferimento alle dimensioni delle transazioni in cui le banche si impegnano: infatti, le *portfolio bank* si concentrano prevalentemente su affari di taglio minore, inferiore ai € 400 milioni, mentre il 60% degli affari delle *capital turnover* supera il miliardo di euro. In un *range* intermedio si situano le banche con approccio bilanciato. Si può parlare di una effettiva specializzazione per dimensione di transazione. Di interesse è il grafico sottoriportato che evidenzia, a conferma di un *trend* generalizzato su scala mondiale, la crescita delle dimensioni delle operazioni di *leveraged buyout* finanziate: tra il 2005 e il 2006, sia a livello europeo che non, si riscontra una diminuzione di circa il 7% delle operazioni sino a €150 milioni con un contestuale aumento del 5% di quelle oltre € 1 miliardo. Si ricava inoltre una differenziazione di ordine geografico in quanto, pur nell'ambito di un *trend* simile, le banche europee e non registrano *pattern* lievemente differenti: le istituzioni non europee, per lo più di tipo *capital turnover*, mostrano un *focus* particolare sulle transazioni più grandi con una esposizione pari al 60% in questo segmento, contro un dato del 30% per le europee.



Ad una moderazione quantitativa nell'assunzione di debito, rispetto al totale delle proprie attività e del patrimonio di vigilanza, fa riscontro una analoga prudenza nella qualità delle esposizioni assunte: il grosso di queste, infatti, si riferisce a *tranche senior* o garantite. Nel 2006 il debito subordinato rappresentava in media appena l'11% del totale erogato dalle banche europee e il 20% per quelle non europee. In un *trend* di crescita generalizzata della finanza erogata, merita di sottolineare che tra il 2005 e il 2006 le banche che si ispirano al modello *originate-to-distribute (OTD)* hanno registrato un aumento di cinque volte delle *tranche* di tipo *junior*. In un contesto di grande competizione e di sensibile aumento della domanda per debito ad alto rendimento, nel 2006 i differenziali di rendimento tra i diversi livelli di *seniority* si sono sensibilmente ristretti: probabilmente la spinta a concludere affari e la minaccia portata da una sempre più nutrita schiera di investitori istituzionali hanno determinato distorsione nel *pricing* del rischio. Nel dettaglio, la parte principale del debito *senior* (55%) è costituito da *term loan A*, mentre il restante 45% ha struttura più rischiosa di tipo *bullet, term loan B* e *C* con rimborso rinviato alla scadenza del prestito. Negli ultimi anni, sia a livello di sistema bancario che di investitori istituzionali, si è evidenziata una tendenza generalizzata a preferire queste strutture più rischiose, con una particolare predilezione mostrata dalle *capital turnover* che hanno ridotto sensibilmente le *tranche term loan A*. Relativamente alle strutture subordinate, si registra un proliferare di diversi tipi di debito: è difficile stabilire un *pattern* definito ma è possibile, comunque, evidenziare una leggera predominanza di mezzanino, in particolar modo per il modello *capital turnover*. Per la banche di tipo *portfolio* o bilanciato è interessante segnalare una correlazione positiva tra quota di debito subordinato e dimensione del portafoglio prestiti, a segnalare che le istituzioni con le maggiori esposizioni sono anche quelle col maggior rischio intrinseco.

Come già sottolineato, le banche hanno subito negli ultimi anni una pressione competitiva crescente: in tutti i modelli, *portfolio, capital turnover* e bilanciato, si individua (grafico) una crescita dei valori medi di leva, calcolata come rapporto tra debito e margine operativo lordo, e dei multipli di acquisizione, rapporto tra prezzo di acquisto e *ebitda*.



Oltre al debito, in alcune transazioni, le banche apportano anche capitale di rischio prevalentemente in cordata con *sponsor* di relazione. La loro esposizione può derivare inoltre anche dall'acquisto di partecipazioni di fondi di *private equity* o nella creazione di strutture interne dedicate. Nel complesso le banche europee erano esposte (dati 2006) per circa €12 miliardi.

Per concludere, si può osservare che per quanto concerne lo specifico settore delle operazioni di *LBO*, le banche, nel complesso, hanno mantenuto un profilo abbastanza prudente. A seguito della crisi sul mercato del credito intervenuta nell'estate del 2007, *Fitch Ratings* ha pubblicato uno studio¹ in cui prova ad ipotizzare gli effetti che tre diversi scenari, mantenimento in bilancio del 25%, 50% e 75% di tutti i *deal* da concludere e il 10%, 25% e 50% di quelli completati, possono avere sulla solidità delle principali istituzioni finanziarie internazionali: la tabella che segue dimostra chiaramente che anche nella peggiore delle ipotesi, scenario C, la base patrimoniale subisce un depauperamento inferiore al 5%.

Table 5: LBO Exposure on Bank Capital Ratios

Company	Equity Capital % Assets (1)	Scenario A Capital % Adj. Assets (A)	Scenario B Capital % Adj. Assets (B)	Scenario C Capital % Adj. Assets (C)	% Change Equity Ratio (1) vs.(C)
Lehman Bros.	3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.7%
Toronto-Dominion	5.8%	5.7%	5.7%	5.6%	2.7%
Goldman Sachs	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	2.1%
JPMorgan Chase	8.2%	8.1%	8.1%	8.0%	1.7%
Citigroup	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%	1.7%
Morgan Stanley	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	1.6%
Bank of America	8.9%	8.8%	8.8%	8.7%	1.6%
Credit Suisse	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	1.2%
Merrill Lynch	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	1.0%
Deutsche Bank	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0.8%
Royal Bank of Scotland	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	0.8%
Bear Stearns	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	0.6%
Wachovia	9.6%	9.6%	9.5%	9.5%	0.6%
UniCredito	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	0.4%
Barclays	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	0.2%
HSBC	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	0.1%
Royal Bank of Canada	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	0.1%
Rabobank	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	0.1%
UBS	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%

Notes:
 (1) 2Q07 from Table 3
 (A) Scenario A: 25% of top 20 pending deals and 10% top 10 of completed deals financed by bank
 (B) Scenario B: 50% of top 20 pending deals and 25% of top 10 completed deals financed by bank
 (C) Scenario C: 75% of top 20 pending deals and 50% of top 10 completed deals financed by bank
 Source: Fitch Ratings, Thomson Financial

INVESTITORI ISTITUZIONALI

CLO

Tra gli investitori istituzionali un ruolo preminente spetta ai *CLO*, acronimo che sta per *collateralised loan obligation*, un sottogruppo dei più diffusi *CDO*,

¹ *Lbo Deals and Large U.S. and European Banks : some pain near-term, no systemic risk*, SEPT. 2007

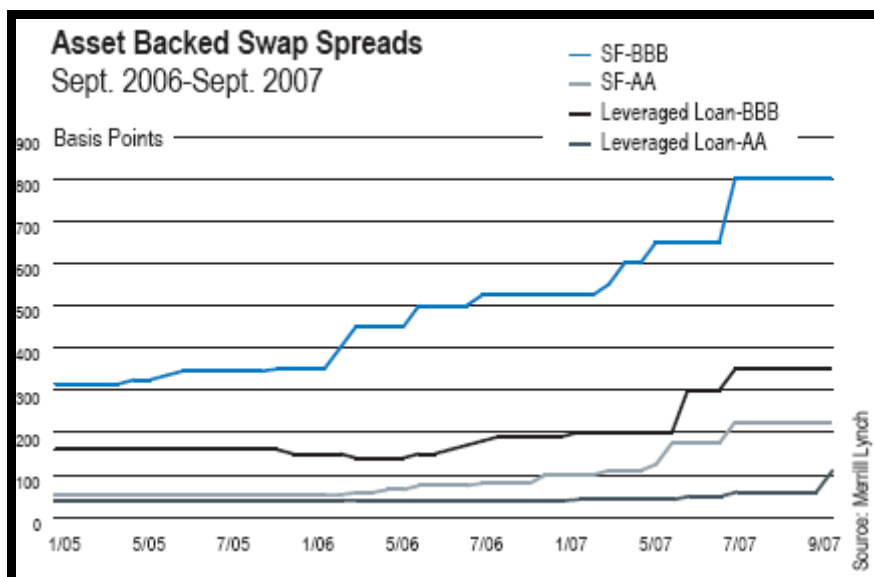
collateralise debt obligation :il termine individua sia il prodotto strutturato, sia l'operatore che lo confeziona e gestisce. Si tratta sostanzialmente di una delle tante forme, molto sofisticate peraltro, assunte nel corso degli anni dal meccanismo di base della cartolarizzazione. Viene costituito uno *special-purpose vehicle* nel quale si fanno confluire prestiti ad alta leva di diversa origine e *rating*. L'acquisto di questi crediti viene finanziato attraverso l'emissione di molteplici *tranche* di debito, nella struttura tipo una AAA, una AA, una BBB e un mezzanino, il cui servizio e rimborso sono garantiti, nel rispetto di una scala di *seniority*, dai prestiti originari. Di norma si riscontra anche una *tranche* di *equity*, la più rischiosa, detta in gergo *toxic waste*. Le *tranche* più *senior* sono protette contro l'insolvenza da quelle *junior* che assorbono le prime perdite, sulla base di un meccanismo a cascata (*waterfall*).

Di conseguenza, le *tranche* privilegiate possono ottenere *rating* elevati, sia in assoluto che in relazione alla qualità media del complesso delle attività sottostanti. Di riflesso al grado di rischio di insolvenza relativo, le varie *tranche* producono un premio di rendimento oltre al tasso di mercato. Gli investitori di tali prodotti sono sovente compagnie assicurative e fondi pensione propensi a trovare *asset* che soddisfino il loro profilo di rischio, forniscano nondimeno rendimenti sufficientemente superiori a quelli sui titoli di Stato a lungo termine, scarsa correlazione con altre *asset class*, esposizione diversificata per debitore, settore e regione.

Si contano svariati tipi di *CLO*: in particolare *arbitrage vehicle*, con rapporti di leva sino a 10 x, e *market value CLO*, meno levereggiati, fino a 5x, ma con un maggior grado di flessibilità di gestione. Le dimensioni possono variare ma raramente superano \$ 1 miliardo. I principali operatori di mercato gestiscono contemporaneamente sino ad una decina di veicoli, avvalendosi di sofisticati algoritmi e personale di collaudata esperienza sul mercato del credito.

Alcuni dati: negli Stati Uniti sono stati collocati complessivamente nel 2006 *CLO* per circa \$ 105 miliardi, con un aumento del 75% rispetto al 2005. Si

stima¹ che a partire dal 2003 soltanto negli *USA* siano stati emessi circa \$ 200 miliardi di *CLO*. Nella prima metà del 2007 sono stati lanciati 104 veicoli per un totale di \$ 57,6 miliardi, contro, rispettivamente, 84 e \$ 44 miliardi della prima metà del 2006. Nel solo mese di giugno 2007, *J.P. Morgan* ha censito 22 prodotti per \$ 10,4 miliardi. A seguito della turbolenza sul mercato del credito, il terzo trimestre del 2007 ha registrato un marcato rallentamento dell'attività riconducibile tanto ad una avversione generalizzata degli investitori verso prodotti strutturati, tanto a vendite forzate da parte di fondi *mark-to-markets* chiamati a reintegrare i margini. Si è verificato inoltre un allargamento dei differenziali di rendimento soprattutto sulle tranche più *junior*: il *benchmark* *BBB* è pressoché raddoppiato, a 350 punti base, con la *tranche* *AA* in crescita a 110 *bp* (cfr.grafico). Sul mercato istituzionale nord-americano *CLO* e *prime rate funds* rappresentano il 75% del totale con *credit hedge fund* in costante ascesa al 15%.



Per quanto riguarda l'Europa, i *CLO* rappresentavano nel 2003 il 18% del mercato primario dei prestiti ad alta leva, circa il 90% del segmento

¹ *High Yield and Leveraged Loan Market Review*, 2006, *Fitch Ratings*

istituzionale che a sua volta copriva il 20% del totale. Al terzo trimestre 2007, a fronte di una quota di istituzionali sul totale pari al 55%, i *CLO* rappresentano soltanto il 33,5% , cioè il 61% del mercato non bancario. Il terreno perduto è stato occupato in questi anni dai *credit hedge fund*, passati dal 7% (2003) al 29% (2007) del mercato istituzionale. Secondo dati di *Standard & Poor's* riferiti ai primi nove mesi del 2007, sono stati collocati *arbitrage CLO* per complessivi € 25,9 miliardi, in rallentamento rispetto ai € 38,6 miliardi del 2006 ma ,comunque, in notevole crescita rispetto ai €3 miliardi del 2003.

Questi operatori sono molto attivi anche sul secondario e interfacciano costantemente col mercato dei derivati di credito: per una questione di omogeneità di argomento rimandiamo, pertanto, al capitolo dove questi argomenti vengono trattati per un ulteriore approfondimento.

Hedge fund

“Hedge funds are currently attracting a great deal of attention from investors, academics and regulators for a number of reasons, but primarily due to the returns that hedge fund managers report. Investors want to share in the riches, academics want to understand the underlying risk factors, and regulators are concerned about the potential for fraud”: inizia in questo modo un recente studio¹ di due ricercatori americani centrato sui rendimenti dichiarati dai fondi *hedge*. Si tratta sicuramente di un *incipit* emblematico del clima di sospetto e diffidenza che ancora circonda questi operatori, talvolta definiti alternativi, tal'altra speculativi. Sorti come entità poco o niente affatto regolamentate, con l'obiettivo di realizzare ritorni assoluti in qualsiasi condizione di mercato, operano prevalentemente come *limited liability*

¹ *“Do hedge fund managers misreport returns? Evidence from the pooled distribution”* N. Bollen e V. Pool, OCT. 2007

company, spesso registrate *offshore* al fine di evitare eccessivi controlli e regole. Le loro quote vengono collocate mediante collocamento privato (*private placement*): i principali sottoscrittori, attratti da *performance* superiori e dalla opportunità di diversificazione per i loro impieghi, sono *high net worth individual and family office* (40%), fondi di fondi (20%), fondi pensione (10%), società assicurative, banche e fondazioni. Sottraggono a banche e società i migliori talenti nel campo delle tecniche finanziarie e statistico-matematiche.

Usano tecniche operative, spesso inibite ai tradizionali gestori, quali le vendite allo scoperto. Spaziano da un *asset class* all'altra, con una rotazione del portafoglio molto accentuata.

Come già detto in un altro capitolo il patrimonio gestito e il numero degli operatori registrano tassi di crescita esponenziali. Rapportati ad altri investitori istituzionali, il loro ruolo, sotto il profilo quantitativo, sembrerebbe quasi irrilevante, ma la loro capacità di moltiplicare i capitali a disposizione con rapporti di leva, li pone tra gli operatori più spregiudicati sul mercato, in grado di fornire liquidità e, soprattutto, di intervenire nei momenti di turbolenza.

Credit Strategies — Indicative Leverage		
	Current	Last Study
Fixed-Income Relative Value	10–20	10–15
Long/Short Credit	5–15	10–15
CDS Leveraged Carry	20	20
MBS and ABS Arbitrage	6–10	6–8
Long/Short Cash Credit	3–6	5–6
EM Long/Short	2–4	3–4
Distressed	1.5–2	1.5–2

CDS – Credit default swap. MBS – Mortgage-backed securities.
ABS – Asset-backed securities. EM – Emerging markets.

La tabella¹ sopra riportata indica chiaramente la leva insita nelle varie strategie messe in atto in particolare nel settore del credito e l'evoluzione da un

¹ *Hedge Funds: the credit market's new paradigm*", Fitch Ratings, special report, JUNE 2007

precedente *report* del 2005: tratta da una indagine condotta tra i *prime broker*, i principali fornitori di credito degli *hedge fund*, mette in luce una modesta tendenza al rialzo in alcuni segmenti particolari in un contesto generale di per sé già abbastanza tirato. L'analisi ha evidenziato una crescente competizione tra i finanziatori, i quali ricavano da tale attività ricavi/utili pari al 20%-30% del totale e che si traduce in una offerta di *spread* più bassi e di migliori condizioni contrattuali: nello specifico, nota lo studio, nessuno dei *broker* intervistati ha fatto cenno a margini più elevati nonostante *credit spread* ai minimi storici ed un clima generalizzato di *risk-complacency*. L'utilizzo di più *broker* in concorrenza tra loro, oltre ad effetti di tipo economico-contrattuale rende ulteriormente difficile valutare il grado di leva assunto nel complesso.

Operatori di maggior *standing*, riescono anche a spuntare finanziamenti di maggior durata, con fondi e margini bloccati anche per 6 mesi.

La spinta ad ampliare l'attività nel settore del credito è giunta da una esigenza di diversificazione e da un contesto macro e di liquidità, come già dettagliato in altro capitolo, particolarmente propizio: alcune strategie classiche, tipo *convertible arbitrage*, capaci di *performance* dell'ordine del 15% annuo dal 1995 al 2003, hanno segnato negli ultimi anni risultati deludenti a causa di un eccessivo numero di operatori con le stesse politiche di investimento. Gli *extrarendimenti* conseguiti in passato sull'azionario e non più alla portata, nonché un aumento sensibile della concorrenza hanno spinto alcuni grandi operatori ad approcciare il settore del credito non più in modo prettamente opportunistico, come avveniva in passato, ma con forme e modalità più istituzionali, con appositi *team* dedicati.

La tabella che segue testimonia il ruolo significativo che questi operatori hanno ormai consolidato nel reddito fisso: si notano percentuali di volumi trattati sul totale pari al 32% per i prestiti ad alta leva, del 25% sulle obbligazioni ad alto rendimento e del 58% per di derivati di credito.

Table 1.4. U.S. Fixed-Income Trading Volume—Hedge Funds, 2005

Fixed-Income Products	Trading Volumes ¹		Hedge Funds as a Percent of Total Volume
	Total	Hedge funds	
U.S. fixed income—total ²	19,650	2,940	15
High-yield ³	335	84	25
Credit derivatives ⁴	937	540	58
Distressed debt	34	16	47
Emerging market bonds	271	122	45
Leverage loans	133	42	32

Source: Greenwich Associates, based on trading volumes reported by 1,281 U.S. fixed-income investors, including 174 hedge fund respondents.

¹In billions of U.S. dollars.
²Excludes short-term fixed income.
³Excludes below-investment-grade credit derivatives.
⁴Includes investment-grade, below-investment-grade, and structured credit products.

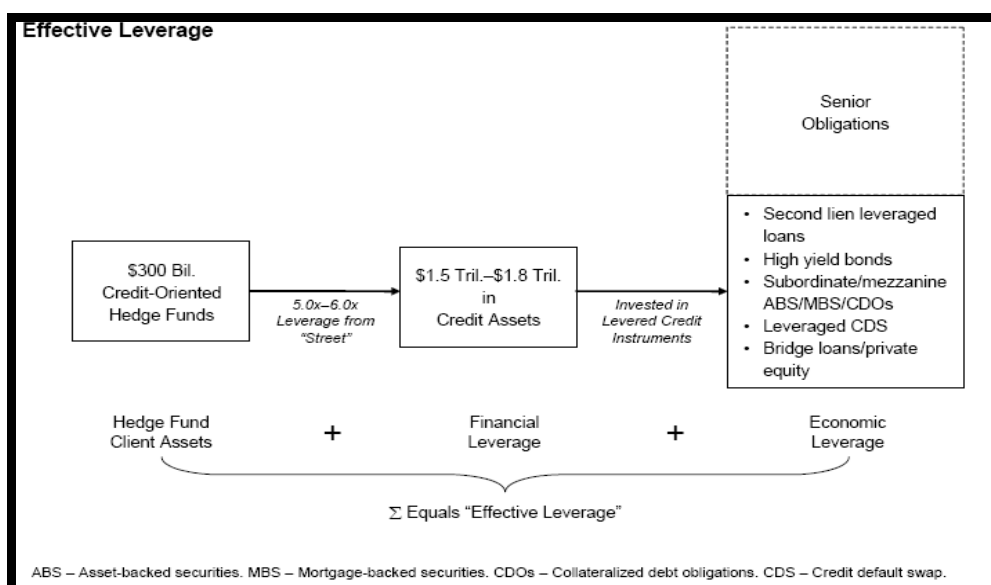
Sul mercato primario europeo, *Leverage Commentary & Data di Standard & Poor's* stima che gli *hedge fund* siano destinatari (dati terzo trimestre 2007) di circa il 20% delle emissioni di *leveraged loan*.

Secondo uno studio¹, nel periodo 2001-2006, i fondi a disposizione di *credit-oriented hedge fund* sono aumentati di sei volte a \$ 300 miliardi su base *unlevered*. Ipotizzando una leva media di 5x – 6x, si tratta di una massa di circa \$ 1,7-1,8 trilioni investiti nei mercati del credito di tutto il mondo, ed in particolare USA e Europa.

L'impatto di questi operatori non può essere valutato appieno soltanto sulla base dei volumi espressi nel *trading* o nelle quote di prestiti sottoscritti in sede di sindacazione: investendo in strumenti a loro volta levereggiati e collocati ai gradini inferiori della scala di *seniority* di prodotti strutturati, riescono a creare un effetto moltiplicatore, la leva effettiva, somma di leva finanziaria ed economica. C'è ampia evidenza del fatto che gli *hedge fund*, alla ricerca di rendimenti più alti, negli ultimi anni hanno continuato ad assumere esposizioni al rischio subordinato: compratori molto attivi di prestiti *second lien*, hanno

¹ *Global Financial Stability Report, IMF, APR. 2006*

contribuito allo sviluppo di nuovi e più sofisticati prodotti strutturati, tipo *CDO*, talvolta confezionati sulla base di loro specifiche richieste.



“*Hedge funds poised to show their true colors*” era l’incipit di un articolo di agosto 2007 della rivista Americana *Buyouts Magazine* dedicato al rapporto debitore-creditore che si è venuto ad instaurare tra fondi di *private equity* e gli *hedge fund*. Nella comunità degli *sponsors* il ruolo molto attivo giocato dai fondi *hedge* nel settore del credito ad alta leva suscita molti interrogativi e timori: vengono visti come investitori e non come finanziatori, e, in quanto tali, pronti a uscire dall’investimento nei momenti di difficoltà.

Effettivamente, per le loro caratteristiche intrinseche, in particolare un indebitamento di breve termine e a margine finalizzato all’assunzione di posizioni spesso illiquide, gli *HF* rappresentano un *asset class* di per sé instabile: nell’ambito del mercato primario circolano vere e proprie *blacklist* di fondi sgraditi, stigmatizzati per le loro tattiche predatorie (*loan-to-own*) e per l’assoluta intransigenza dimostrata in casi di revisione di contratti di finanziamento avviati a soluzione soltanto a seguito di concessioni economiche.

I punti di contatto tra le due realtà sono aumentati negli ultimi anni: mentre alcuni *HF* si sono avventurati in operazioni di *leveraged buyout*, alcune prestigiose *sponsor firm*, soprattutto statunitensi, hanno creato comparti *hedge*.

In molteplici occasioni si sono trovati a competere sugli stessi *deal* permettendo al venditore di spuntare multipli più alti. D'altra parte, in questi ultimi anni il *deal flow* degli *sponsor* si è anche alimentato di molte aziende spinte alla ristrutturazione dall'attivismo degli *HF*.

Sul piano operativo è possibile tracciare una relazione tra alcune strategie *hedge* e le operazioni di *LBO*:

- ***event driven***: l'acquisizione di un'impresa è un evento ed è sicuramente causa di una variazione della valutazione espressa dal mercato
- ***distressed securities***: la struttura finanziaria molto aggressiva, tipica delle operazioni *LBO*, può essere fonte di *stress* o, *tout court*, *default*. I fondi *hedge* approfittano opportunisticamente della situazione acquistando debito a sconto con veicoli dedicati noti come fondi avvoltoio (*vulture fund*)
- ***risk or merger arbitrage***: nel caso di un tentativo di acquisizione, si possono impostare strategie di arbitraggio tra il prezzo di mercato e quello offerto dal compratore

E' possibile anche tentare un raffronto tra le diverse filosofie e le convergenze che si stanno affermando nella realtà operativa.

Da un punto di vista strutturale, emergono alcune analogie ma anche differenze sostanziali: per entrambi la forma societaria preferita è la *limited partnership*, ritenuta la più idonea a regolare i delicati conflitti di agenzia insiti nella delega, e la base di investitori praticamente coincide. La fase di *fund raising* degli *hedge* è molto più semplice e meno strutturata poiché vengono usati sempre veicoli *open-ended* ed *evergreen*, mentre i fondi di *private equity*

sono operano per cicli di raccolta e con scadenze predeterminate. Sotto il profilo commissionale, gli operatori dei fondi *hedge* sono avvantaggiati in quanto, pur percependo pressappoco le stesse commissioni – 2% di gestione e 20% di *performance* – non devono superare *hurdle rate* e il pagamento ha scansione annuale: ne scaturisce una struttura retributiva interna al fondo più certa e puntuale, con un evidente vantaggio competitivo nell'accaparrarsi i migliori talenti disponibili sul mercato. Il gestore *hedge* opera sulla base di mandati molto flessibili, può organizzare scalate ostili e partecipare, nell'ambito di una transazione, come fornitore sia di *equity* che di debito. Non vi sono limiti al suo intervento nel settore del *private equity*.

Le strategie dei fondi *hedge* sono dettate fondamentalmente dal mandato di investimento, dalla possibilità data agli investitori di riscattare su base mensile, trimestrale e annuale con termini di preavviso relativamente brevi: per una evidente ragione di compatibilità tra attivi e passivi, i gestori *hedge*, salvo alcune rare eccezioni, sono orientati a impieghi di breve termine relativamente liquidi. La tendenza recente, purtuttavia, è nel senso dell'allungamento dell'orizzonte temporale degli investimenti, realizzato attraverso l'introduzione di periodi di *lock-up* di medio termine, 2-3 anni, un ampliamento dei termini di preavviso, una scansione semestrale o addirittura annuale e limiti quantitativi per i disinvestimenti. Questo *trend*, abbinato a un accorciamento del ciclo temporale delle operazioni di *LBO*, sta realizzando una convergenza tra i due mondi, ulteriormente favorita dalla creazione di *side pocket*, sostanzialmente quote di partecipazione in fondi *hedge* con un profilo di liquidità inferiore in quanto vincolate alla vendita di *asset* poco liquidi opportunamente segregati nel portafoglio. Fino a poco tempo fa relegati al ruolo di finanziatori nell'ambito dei sindacati o di attivi *trader* sul mercato secondario, i maggiori fondi *hedge*, soprattutto negli Stati Uniti, intervengono sempre più frequentemente nel settore delle acquisizioni ad alta leva finanziaria, partecipando alla strutturazione del *deal* e assumendo in portafoglio *tranche* di *equity* e *semi-*

equity. Paradossalmente, nonostante l'accusa di *short-termism*, i fondi *hedge* potrebbero rivelarsi addirittura investitori di più lungo termine rispetto al *private equity* non avendo una durata predeterminata. Recenti ricerche^{1,2} sembrano confermarlo.

Un *atout* che i fondi *hedge* vantano è sicuramente la rapidità con cui possono decidere i loro investimenti: la mancanza di specifici obblighi di due *diligence* e di strutture formali deputate ad approvare le proposte di *deal*, associata a un flusso di risorse più lineare e continuo, rende l'*iter* molto più veloce e flessibile. In molte situazioni, la rapidità d'intervento si trasforma in un vantaggio competitivo decisivo.

Il portafoglio dei gestori *hedge* è composto quasi esclusivamente da società quotate mentre i fondi di *PE*, negli ultimi anni sempre più attivi anche sui mercati regolamentati, si affermano come investitori in società *private* ed ancor oggi traggono gran parte del loro reddito da questo segmento.

La filosofia di investimento si potrebbe definire distaccata (*hands-off*), in quanto, a differenza degli operatori di *private equity* che si distinguono per il loro invasivo e capillare intervento nella ristrutturazione e talvolta conduzione delle aziende acquisite, i gestori *hedge* non interferiscono con le strategie pur sedendo in alcuni casi nel consiglio di amministrazione. Soprattutto nel vecchio continente, alcune aziende che non vantano un *track record* tale da consentire il finanziamento bancario e che, ciononostante, non intendono cedere il controllo a fondi di *PE*, trovano nei fondi *hedge* una valida alternativa.

In un'ottica di creazione di valore, le tecniche impiegate coincidono e consistono nel sollecitare anche energicamente gli amministratori delle società *target* a introdurre efficientamenti e razionalizzazioni, ad ottimizzare la struttura finanziaria, a restituire cassa in eccesso, a scorporare rami d'azienda, a migliorare la *corporate governance*: ne deriva una valorizzazione

¹ Brav, A., Jiang, W. Partnoy, F. Thomas, R. (2007) *Hedge Fund, Activism, Corporate Governance, and Firm Performance* (

² Bratton, W.W.2007, *Hedge Fund and Governance Targets*, ECGI Law Working Paper Nr.80

dell'investimento che, però, nel caso di *public-to-private transaction* è appannaggio esclusivo del fondo e in ultima analisi dei suoi investitori, mentre il valore creato dagli *hedge* beneficia anche gli azionisti di minoranza.

I fondi *hedge* sono sovente apprezzati per la liquidità che sono in grado di apportare al mercato soprattutto nelle fasi di turbolenza, mentre ai fondi di *private equity* si imputa, con i *delisting* delle società *target*, l'esatto contrario.

Securities firm

Le *securities firm*, in pratica le grandi *investment bank* americane ed europee, rivestono un ruolo di tutto rilievo nell'ambito dei sindacati di prestiti ad alta leva. *Standard & Poor's*¹ stima che la loro quota sul mercato primario del vecchio continente sia pari al 5,2% in rapida ascesa dal 2,2% dell'anno 2002. Molto elevato anche l'impegno di alcuni di queste nel settore della finanza strutturata, *CDO* e *CLO in primis*. Quelle statunitensi (cfr. tabella) si concentrano sui segmenti più rischiosi del mercato.

Table 2.A LCFIs' market shares as lead arrangers and book runners^(a)

Percentage of primary market share

		US securities houses	US commercial banks	European LCFIs	UK LCFIs
RMBS	Prime	23	15	21	16
	Sub-prime ^(b)	34	16	10	16
Syndicated lending	Non-leveraged	4	27	15	10
	Leveraged	14	27	21	8
Corporate debt	Investment grade	19	19	22	13
	High yield	17	23	29	4
ABS ^(d)	Excluding CDO ^(c)	13	29	24	11
	CDO	28	23	19	7

Sources: Dealogic and Bank calculations.

(a) For period 1 January to 30 September 2007.
 (b) Data include residential mortgage-backed securities (RMBS) backed by sub-prime and non-first lien mortgages.
 (c) Collateralised debt obligations (CDO).
 (d) Asset-backed securities (ABS) excluding RMBS Issuance.

¹ LCD European Leveraged Loan Review, 3Q07

Anche nella situazione di tensione che ha caratterizzato il mercato a partire da luglio 2007, hanno offerto liquidità al mercato e tranne casi isolati hanno dimostrato, come già nel 1997 e 2001, di saper navigare in acque molto agitate.

Negli ultimi anni, per dotarsi di risorse adeguate al più importante ruolo rivestito hanno integrato anche le loro tecniche di *funding* ricorrendo in misura maggiore a raccolta di medio-lungo termine mentre, sul fronte degli impieghi, utilizzano ampiamente tecniche di copertura, in particolare *credit default swap* and *loan credit default swap*.

Prime rate fund

Tra gli investitori istituzionali attivi nel mercato primario dei *leveraged loan* figurano anche i *prime rate fund*, anche detti *bank loan mutual fund*: così denominati in quanto in origine erano collocati come strumenti di mercato monetario con obiettivo di rendimento pari al prime rate, sono una peculiarità del mercato statunitense. Non esiste un equivalente europeo, anche se nell'ambito dell'*asset allocation* le società di gestione dedicano solitamente al vecchio continente una quota variabile tra il 10% e il 20% del portafoglio: nel mercato primario istituzionale europeo dei *leveraged loan* rappresentano (dati a settembre 2007) una quota del 5,2%, in notevole crescita rispetto all'1,2% dell'anno precedente.

Veri e propri fondi di investimento sottoscrivibili anche dalla clientela *retail*, differiscono dagli *hedge* in quanto sono sottoposti alla regolamentazione propria dell'industria del risparmio gestito, con stringenti obblighi di informativa e trasparenza. Le tecniche operative utilizzabili sono dettate dalla *Security & Exchange Commission (SEC)*. In prevalenza, si tratta di *closed-end fund*: il patrimonio è diviso in un numero fisso di quote o, meglio, di azioni,

trattate su mercati regolamentati. Il prezzo è il risultato dell'equilibrio tra domanda ed offerta e può risultare disallineato rispetto al *net asset value*. Normalmente ricorrono alla leva

Esistono anche *open-end fund* caratterizzati da un meccanismo di adesioni-riscatti molto simile ai fondi di investimento europei: a fini prudenziali mantengono un consistente cuscinetto di liquidità, non usano leva e la loro quotazione rispecchia fedelmente il valore dei titoli in portafoglio.

Il primo *bank loan mutual fund*, *Eaton Vance Prince Rate Fund*, risale al 1989: da allora la crescita è stata significativa e ad oggi si contano circa un centinaio di prodotti gestiti da una ventina di case di investimento. I più importanti vantano masse amministrate nell'ordine di \$ 2-3 miliardi. Gestiscono *asset*¹ per circa \$ 50 miliardi, rispetto a \$ 40 miliardi dell'anno precedente. Le sottoscrizioni nette negli ultimi anni si sono attestate in media intorno ai \$ 10 miliardi. Nel periodo 1990-2006 hanno registrato un rendimento medio del 6,1% a fronte del 9,7% degli *HYB* e al 5,7% dell'indice "*Lehman Brothers Government 1 to 3 year bond*", ma con una deviazione *standard* di 1,2%, contro rispettivamente 6,9% e 1,7%, il che ne fa l'*asset class* con la migliore performance *risk-adjusted*.

Fondi pensione e società assicurative

In un contesto di graduale invecchiamento della popolazione e di allungamento della vita media, una crescente quota di risparmio viene allocata in fondi pensione e società assicurative con un correlato calo di depositi tradizionali. Ne risulta un fenomeno di disintermediazione bancaria nel settore del finanziamento alle imprese. Il ruolo sempre più importante svolto dagli investitori istituzionali è confermato dall'aumento delle attività finanziarie

¹ dati 2006 J.P. Morgan e Fitch Ratings

detenute da fondi pensione e società assicurative dell'area euro: nel periodo 1997-2006 si è registrato un incremento del 96% a \$ 4.900 miliardi, di cui \$ 1.900 miliardi nel reddito fisso.

Le società assicurative figurano tra i più significativi investitori nei mercati azionario e creditizio, nei quali intervengono in proprio, per conto dei sottoscrittori di polizze vita e attraverso unità di *asset management* tra le più importanti al mondo. Il loro peso è rilevante nel segmento dei prodotti strutturati che rappresentano tra il 5% ed il 25% del loro portafoglio di reddito fisso, equivalente al 2-10% della attività complessive detenute. In realtà il rischio assunto è mitigato da una serie di fattori: in primo luogo, le società di assicurazione investono nelle *tranche* più *senior*, quelle che vantano *rating* migliori e che sostanzialmente le riparano dal rischio di credito anche se non dagli effetti del *mark-to-market*. Inoltre, gran parte dell'esposizione viene traslata sui detentori di polizze laddove gli investimenti effettuati si riferiscono a contratti e prodotti collocati tra gli investitori *retail*: ne risulta che la effettiva esposizione delle società si riduce ad un 10-30% del nozionale iscritto in bilancio. Le loro esigenze di allineamento attività/passività consente di portare a scadenza gli investimenti effettuati con riduzione del rischio derivante dalle oscillanti valutazioni del mercato.

Il calo dei rendimenti degli ultimi anni e la necessità di mantenere nel lungo termine gli impegni assunti ha spinto anche questi operatori a diversificare i loro impieghi spostando risorse da settori tradizionali ad investimenti alternativi quali *hedge fund*, *real estate* e fondi di *private equity*. Il loro ruolo diretto nell'ambito del mercato primario dei prestiti ad alta leva non è significativo ma, indirettamente, tanto i fondi pensione, quanto le società assicurative hanno contribuito in misura determinante ad assorbire prodotti strutturati e derivati di credito. In particolare, un segmento specifico del comparto assicurativo è attivo nella assicurazione obbligazionaria. Si è verificato un processo di *risk-shifting* con il sistema bancario che svolge

sempre più un ruolo di semplice originazione e distribuzione del rischio al resto del sistema. In alcune occasioni, fondi pensione, soprattutto nordamericani, hanno preso parte attiva a cordate di investitori finalizzate alla realizzazione di *buyout*.

3.2 LE LINEE DI CREDITO: DESCRIZIONE, CRITERI DI CONCESSIONE E PRICING

Dopo aver descritto gli attori che agiscono sul mercato primario dei prestiti sindacati, ci proponiamo nel presente capitolo di entrare nel dettaglio delle varie linee di credito che nel loro complesso compongono il *debt package* di un *LBO*: dopo un esame comparato dei tipi di finanziamento, incentrato sulle variabili della *seniority*, tasso, struttura, clausole contrattuali e possibilità di ristrutturazione, daremo una breve valutazione dei prestiti ad alta leva finanziaria intesi come *asset class*. Analizzeremo poi un diagramma flusso che rappresenta una tipica struttura del debito. Per concludere, dopo una panoramica su criteri di concessione del credito e *pricing*, passeremo in rassegna altre strutture minori, quali *high yield bond*, debito mezzanino, e particolarità di questi ultimi anni, prestiti *2° lien* e *cove-lite*.

Segmento di mercato tradizionalmente riservato alle banche commerciali, i prestiti hanno conosciuto nell'ultimo decennio uno sviluppo notevole grazie al crescente interesse degli investitori istituzionali, in primo luogo *CLO*, *Prime rate fund*, *hedge fund* e società assicurative, attirati dalle molteplici prerogative positive di questa *asset class*: le emissioni sono aumentate e in termini relativi il ruolo svolto dalle banche è diminuito.

Queste ultime, storicamente, seguivano un approccio *buy-and-hold* stabilendo secondo propri criteri soggettivi il *fair value* di bilancio di questi attivi. La mancanza di trasparenza nei meccanismi di *pricing* e l'inesistenza di un mercato secondario costringevano ai margini potenziali investitori.

L'avvento di enti specializzati in servizi di *mark-to-market*, tipo *Markit Loans*, e il lancio dei primi fondi di investimenti dedicati (1989) aprirono il mercato ai risparmiatori *retail* e nel 1992 fu introdotto il primo indice, il *CSFB*

Leveraged Loan Index. Nel 1995 *Standard & Poor's* e *Moody's* iniziarono a emettere *rating* e nel 1999 la *Securities and Exchange Commission* degli Stati Uniti introdusse l'obbligo di valutare queste attività secondo criteri *mark-to-market*. Nel 2000 fu lanciato il primo “*senior floating rate loan mutual fund*” con possibilità di riscatto giornaliera: fino a quel momento erano previste finestre mensili o addirittura trimestrali.

Prestiti ad alta leva finanziaria

Ci sono sul mercato diverse definizioni di prestiti ad alta leva fornite da diversi enti:

- **Loan Pricing Corporation:** prestiti con *rating* BB, BB/B , B o inferiori
- **Bloomberg:** prestiti con un differenziale di rendimento sul *Libor* di 250 o più punti base
- **Standard & Poor's:** prestiti con *spread* ricompresi nel *range* 125-499 punti base. I finanziamenti con *spread* superiori ai 500 punti sono definiti *wide-margin* o, con espressione colorita, *high-octane loan*
- **Thompson Financial:** il fornitore di dati finanziari ha cambiato definizione nel giugno del 2002. Sino ad allora il limite era fissato a 150 punti base, dopo a 175. Da 275 punti in su si parla di prestiti molto levereggiati.

Per le loro intrinseche caratteristiche i *leveraged loan* hanno assunto col tempo un ruolo di primaria importanza sia nell'ambito della classe dei prestiti bancari, sia nel più ampio contesto degli strumenti di debito. Come si ricava dalla tabella¹ che segue una delle peculiarità è la cosiddetta *seniority*: i prestiti a società con *rating* non *investment grade* sono normalmente garantiti e

¹ “*Loan-only credit default swaps*”, *Fitch Ratings*, MAY 2006

rappresentano la componente più *senior* della struttura del debito. Di norma, tanto negli Stati Uniti che in Europa, l'oggetto della garanzia è rappresentato da tutte le attività del debitore e delle società controllate, in dettaglio immobilizzazioni, conti bancari e azioni di entità operative.

Negli ultimi due anni si è avuto uno sviluppo importante dei finanziamenti cosiddetti *second lien* che, in caso di insolvenza, vantano un diritto di priorità secondario rispetto alle garanzie di primo grado accordate sugli stessi beni e nella misura in cui residui valore.

Di questa particolare forma tecnica si dirà in modo più approfondito nel prosieguo del capitolo.

Bonds Versus Loans					
Instrument	Investment Grade Bonds	Investment Grade Loans	High Yield Bonds	Leveraged Loans	Euro Leveraged Loans
Seniority	Typically senior unsecured	Typically senior unsecured	Wide ranging from senior secured to junior subordinated	Senior secured — 1st lien and 2nd lien	Senior secured — 1st lien and 2nd lien
Coupon	Typically fixed, but sometimes floating	Typically floating, some loans (typically revolvers) have pricing grids that are generally punitive in nature	Typically fixed, sometimes floating	Typically floating, some loans (typically revolvers) have pricing grids that are more often incentive-based	Typically floating, pricing grids for revolvers and term loans based on net leverage
Collateral Structure	Typically none	Typically none	Typically none	Yes	Yes
	Typically, but not always, bullet	Term loan A amortizing, other term loans not but with borrower option to prepay, some institutional term loans have sweep provisions	Frequently callable with some hard call protection, sometimes with other structure.	Term loan A amortizing, other term loans not but with borrower option to prepay; institutional term loans typically have sweep provisions	Term loan A amortizing, other term loans not but with borrower option to prepay; sweep provisions (subject to leverage ratios) often pro rata across all tranches
Covenants	Typically few, those that exist are incurrence based	Typically relatively few, those that exist are maintenance-based	Degree of protection varies, from moderate to significant, typically incurrence-based	Degree of protection varies, from moderate to significant, maintenance-based	Always maintenance based (maximum net leverage, minimum debt service cover, maximum capital expenditures)
Covenant types that are prevalent	Financial	Financial, Negative Pledge, Control	Financial, Negative Pledge, Control	Financial, Negative Pledge, Control	Financial ratios, Negative pledge, change of control
Restructuring frequency	Typically very infrequent	Typically infrequent, particularly those of the distressed variety	Significant - approximately 5% to 10% of all bond defaults are the result of a distressed debt exchange	Leveraged loan amendments occur frequently, although not all would be considered of the distressed variety	Leveraged loan amendments occur frequently, though not all would be considered of the distressed variety
Trading Liquidity	Often very good, but wide ranging, from excellent to poor	Secondary trading fast developing. Good for the most liquid names, although on average only fair for term loans, poor for revolvers	Can be very good for the most liquid names, though on average liquidity would be considered only fair	Secondary trading fast developing. Good for the most liquid names, although on average only fair for term loans, poor for revolvers	Secondary trading fast developing. Good for the most liquid names, although on average only fair for term loans, poor for revolvers

Source: Fitch Ratings.

Le obbligazioni ad alto rendimento, invece, hanno un *ranking* che può variare da *junior subordinated* a *senior secured*, mentre le obbligazioni di *rating investment grade* tipicamente non sono garantite.

Per quanto concerne il rischio di interesse, mentre le obbligazioni sono normalmente a tasso fisso pur esistendo una percentuale esigua di *bond* a tasso variabile, i prestiti presentano tipicamente un **tasso** variabile calcolato di solito trimestralmente nella misura di uno *spread* su un parametro convenzionale di riferimento, l'*Euribor* o il *Libor*. Alcune emissioni obbligazionarie prevedono meccanismi di incremento delle cedole, *step-up*, in concomitanza di alcuni eventi, quali, per esempio, un *downgrading*, mentre per i prestiti, soprattutto strutture *revolving*, si tratta di una caratteristica molto comune. Lo stesso discorso vale per meccanismi *step-down*, o *pricing grid*, che, come approfondiremo in seguito, sono tabelle di raccordo tra *performance* reddituale e patrimoniale dell'emittente e costo del finanziamento.

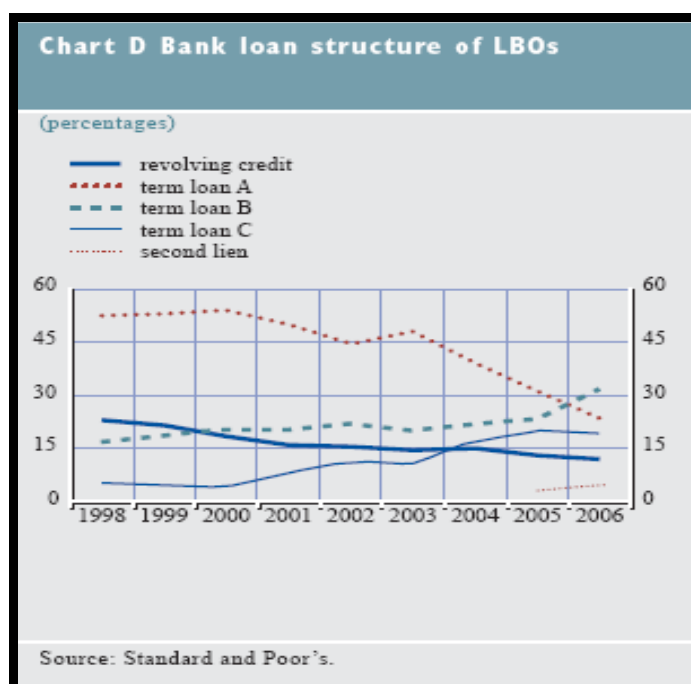
Con riguardo alla **struttura**, le obbligazioni prevalentemente non seguono un piano di ammortamento e vengono rimborsate completamente alla scadenza naturale che è più lunga di quella dei prestiti. E' prevista la possibilità di rimborso anticipato ma quasi sempre dopo un periodo di *lock-up*, di solito i primi cinque anni.

I prestiti, invece, pur nella varietà delle strutture di seguito esposte, denotano una flessibilità maggiore:

- **Term Loan A**: all'origine hanno una durata tra 6 e 7 anni, nel corso dei quali avviene un rimborso secondo un predefinito piano d'ammortamento. Sono erogati principalmente da banche e vengono sindacati congiuntamente a *revolving facility* su base pro-rata. Negli Stati Uniti rappresentano appena lo 0,8% di tutto il debito bancario destinato al finanziamento di operazioni di *leveraged buyout*. In Europa, invece, nel 2006 hanno rappresentato una quota pari al 23% (33% con le rotative)

del totale, in calo rispetto al 31% del 2005. Nel terzo trimestre del 2007, a seguito della crisi estiva nel mercato del credito, hanno recuperato leggermente terreno. Il grafico che segue individua chiaramente il *trend* discendente che ha contraddistinto negli ultimi anni la *tranche* pro-rata rispetto alle istituzionali.

- **Term Loan B e C:** hanno durate più lunghe, solitamente 8 e 9 anni e una struttura *bullet* che prevede il rimborso alla scadenza. Sono strumenti utilizzati quasi esclusivamente da investitori istituzionali ed il loro crescente ruolo nel finanziamento delle acquisizioni ad alta leva si è sviluppato di conserva con l'importanza sempre maggiore assunta da questi operatori. In Europa, nel 2003 soltanto il 65% delle strutture di debito allestite per progetti di *LBO* prevedeva *tranche* B e C che rappresentavano quote inferiori al 30% del totale. Nel 2007 la percentuali sono salite rispettivamente ad oltre il 90% e 70%. Le *tranche* B e C, sempre nel 2003, avevano una portata media di €74 e €97 milioni, nel 2007 rispettivamente di €210 e 150 milioni.



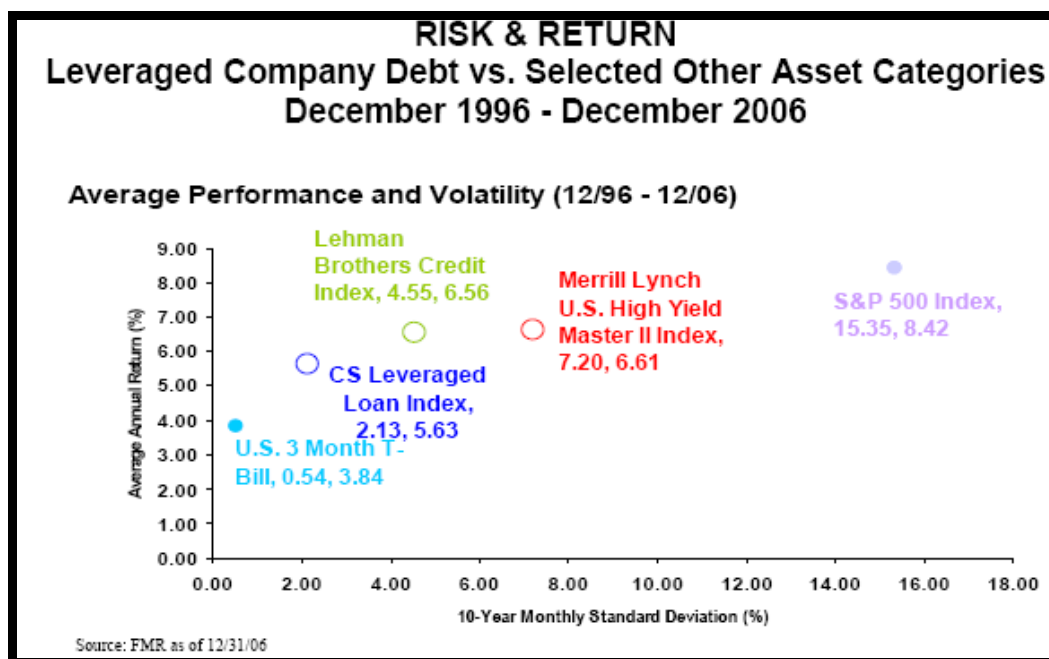
Per quanto concerne le **clausole contrattuali (covenant)**, delle quali si dirà in modo più ampio successivamente con riferimento particolare alle cosiddette strutture *cove-lite*, va detto che sia i prestiti che le obbligazioni ad alto rendimento presentano un grado di protezione più elevato delle relative controparti *investment grade*. Ciononostante, va detto che esiste tra i due strumenti una sostanziale differenza: per i *bond* i *covenant* entrano in azione nel momento in cui l'emittente intende assumere iniziative che potrebbero influire sulla qualità e sostenibilità del debito in circolazione (*incurrence covenants*), mentre per i prestiti si tratta prevalentemente di *maintenance covenant* che prevedono un più stringente monitoraggio periodico, teso a verificare l'evoluzione di alcuni indici finanziari.

Nelle situazioni di difficoltà incontrate dalle aziende, i creditori sono chiamati ad effettuare delle **ristrutturazioni** che assumono la forma di *distressed debt exchange* per le obbligazioni e di *amendment* per i prestiti: si può trattare di una estensione dei termini di rimborso, di una riduzione della quota capitale o, tra le altre possibilità, di *swap* di *debt for equity*. Nel caso dei prestiti levereggiati questo evento è abbastanza frequente e può essere di minore rilevanza, quale ad esempio la rinuncia ad una clausola di tipo finanziario, o più grave, come una sostanziale remissione del debito.

La realtà europea e quella americana differiscono molto in materia anche in riflesso ai diversi sistemi giuridici. Sul vecchio continente, comunque, in situazioni che non sono ancora degenerate in vero e proprio *stress*, le ristrutturazioni dei prestiti ad alta leva usualmente possono comportare:

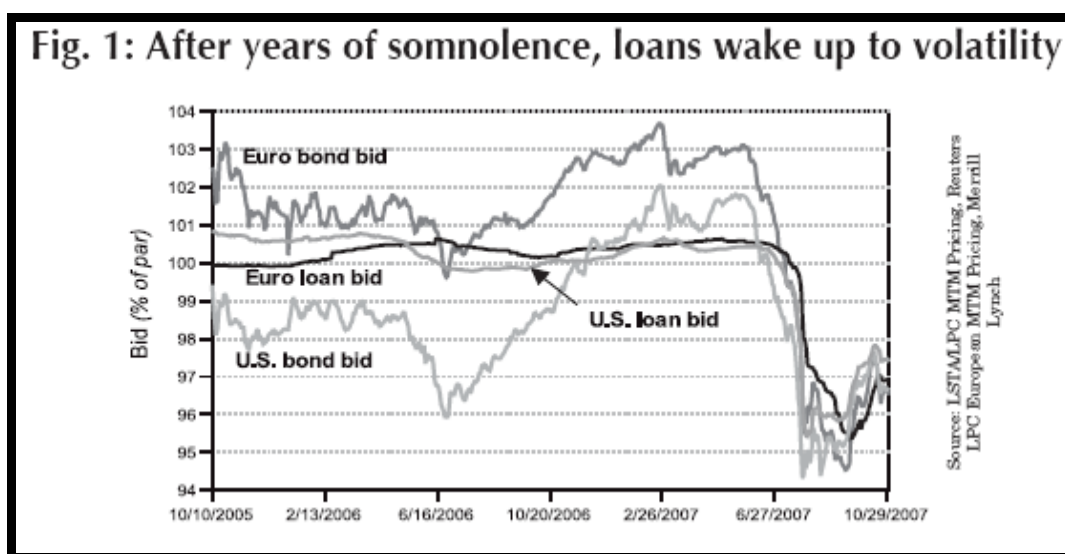
- una riduzione parziale del capitale da rimborsare, previo accordo dei finanziatori subordinati;

- una revisione del piano di ammortamento senza con ciò procrastinare la originaria scadenza;
- un rifinanziamento alla pari corredato, però, da nuove clausole finanziarie;



Priorità di rimborso, estrema flessibilità con possibilità di rimborso anticipato esente da penali (*Standard & Poor's* calcola che la vita media effettiva dei prestiti sia stata di appena 15 mesi nel periodo 1997/2005), clausole più stringenti, minore esposizione al rischio tassi, scarsa correlazione con altre attività finanziarie con un importante *appeal* di diversificazione, un liquido mercato secondario, sottovalutazione nei *rating* espressi dalle agenzie che trasferiscono ai prestiti, *sic et simpliciter*, il giudizio affibbiato agli emittenti senza tener conto delle garanzie collaterali specifiche: tutti questi elementi fanno dei *leveraged loan* una *asset class* molto appetibile la quale, come si evidenzia dal grafico sopra riportato, ha espresso su un arco temporale significativo un rapporto rischio/rendimento migliore di altri attivi.

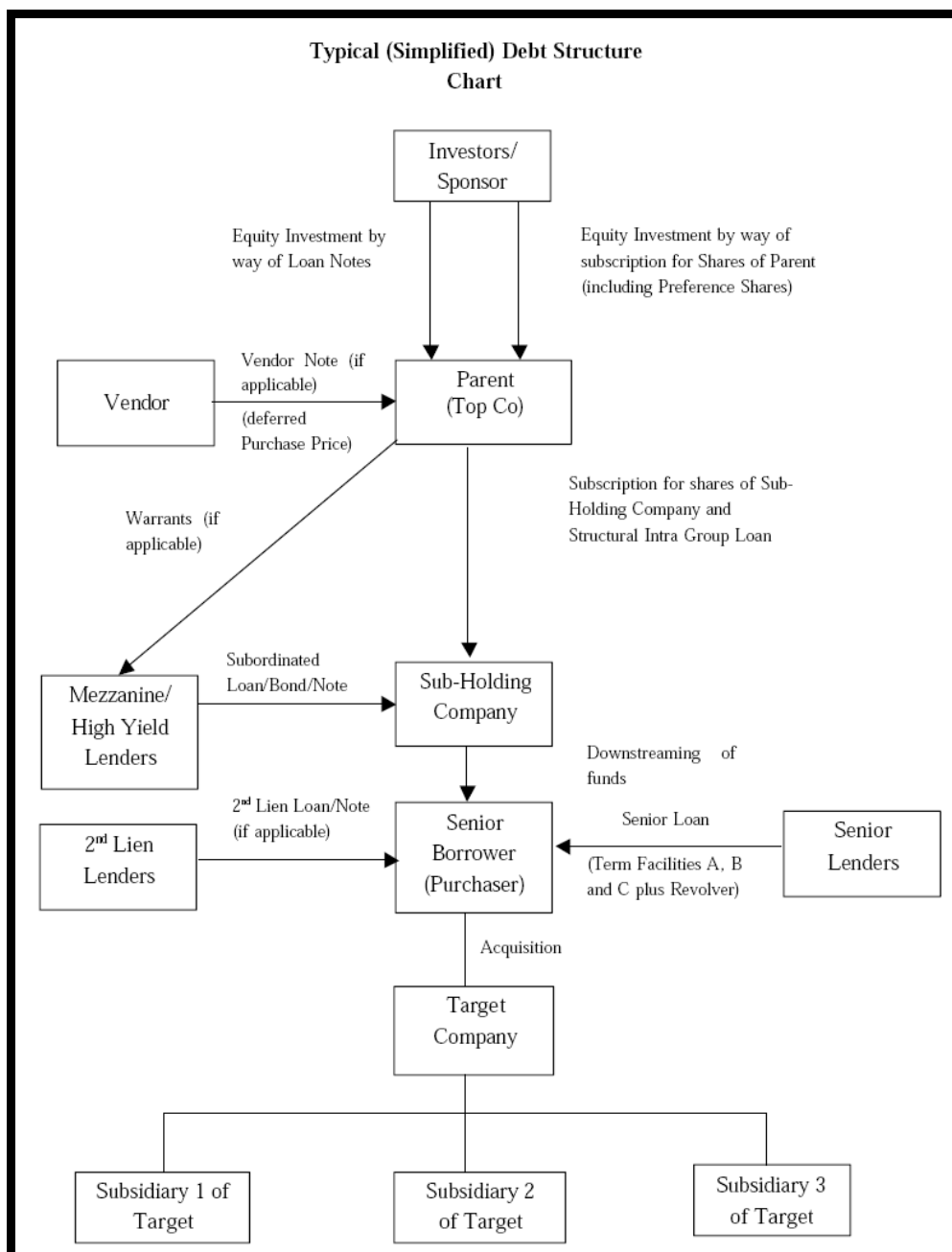
Dall'introduzione, nel 1992, del *Credit Suisse Leveraged Loan Index* a tutto il 2006, non sono mai state registrate *performance* annuali negative: negli anni più difficili le cedole distribuite sono sempre state sufficienti a compensare eventuali minusvalenze di prezzo, in un contesto di volatilità contenuta. Il tutto accompagnato da un tasso di *default* medio annuo pari al 2,99% e a percentuali di recupero, 72%, da due a tre volte maggiori dei diretti concorrenti.



Il grafico¹ sopra riportato evidenzia chiaramente l'andamento estremamente stabile delle quotazioni dei prestiti, USA ed europei negli ultimi 3 anni, rispetto a una volatilità maggiore espressa dai titoli obbligazionari. Nel corso della crisi dell'estate 2007, tuttavia, si è verificato un inaspettato e per certi versi inspiegabile aumento della volatilità accompagnato da una correlazione quasi puntuale tra diversi *asset*, inusuale per i prestiti. Osservatori di mercato hanno attribuito tale comportamento sia all'ingresso nel settore di operatori molto più aggressivi ed abituati ad operare in contesti di alta volatilità, *Hedge fund in primis*, sia alla necessità di molti veicoli sintetici (*Total Return Swap*) di chiudere le posizioni a seguito di *margin call*. Un ruolo è stato anche giocato di sicuro anche dall'avvio di derivati su indici.

¹ *Gold Sheet, Loan Pricing Corporation, NOV. 2007*

I prestiti ad alta leva rappresentano l'ossatura portante delle operazioni di *LBO* e della struttura di debito che le supporta.



Il diagramma che precede rappresenta una **struttura tipo**: all'apice troviamo gli *sponsor* dell'operazione, ossia il fondo di *private equity* che ha ideato l'operazione. Attraverso la sottoscrizione di capitale o un finanziamento soci (*shareholder loan note*), tipicamente nella forma di una obbligazione

junior emessa a forte sconto sul nominale e con struttura *payment-in-kind*, la *Top Co* viene capitalizzata. Talvolta, nell'ambito dell'operazione, il venditore della società *target* fornisce un *vendor note*, che sostanzialmente si riferisce ad una dilazione dell'introito di parte del corrispettivo pattuito.

La *Top Co* acquisisce una partecipazione totalitaria nel capitale della *Sub-Holding company*, la quale, a sua volta, rileva il 100% del *senior borrower* che non è altro che una *newco* appositamente costituita per realizzare l'operazione.

Dal diagramma si rileva che la struttura della transazione e l'approvvigionamento dei capitali sono due momenti strettamente correlati in quanto la posizione assunta dai creditori ai vari livelli del diagramma rappresenta il mezzo (subordinazione di tipo strutturale) con cui la qualità della protezione viene assicurata: infatti, il debito subordinato, è in capo alla *sub-holding company*, mentre i prestiti *senior* e il *second lien* affluiscono all'acquirente, laddove, attraverso una fusione con la *target* a chiusura del *merger*, saranno concentrate le attività operative e, quindi, il *cash flow* e gli *asset*. Una subordinazione di tipo temporale viene assicurata attraverso la emissione di debito con scadenza inversamente correlata al grado di *seniority*.

Al *senior borrower* viene usualmente accordato un breve lasso di tempo dalla erogazione dei prestiti, il cosiddetto *commitment period*, per finalizzare la transazione attingendo agli importi messi a disposizione, rifinanziare il debito esistente e affrontare tutta una serie di costi accessori. Talvolta viene inclusa nel pacchetto anche una linea di credito *D tesa* a sostenere specifiche necessità di spesa in conto capitale, per ristrutturazione o acquisizioni supplementari.

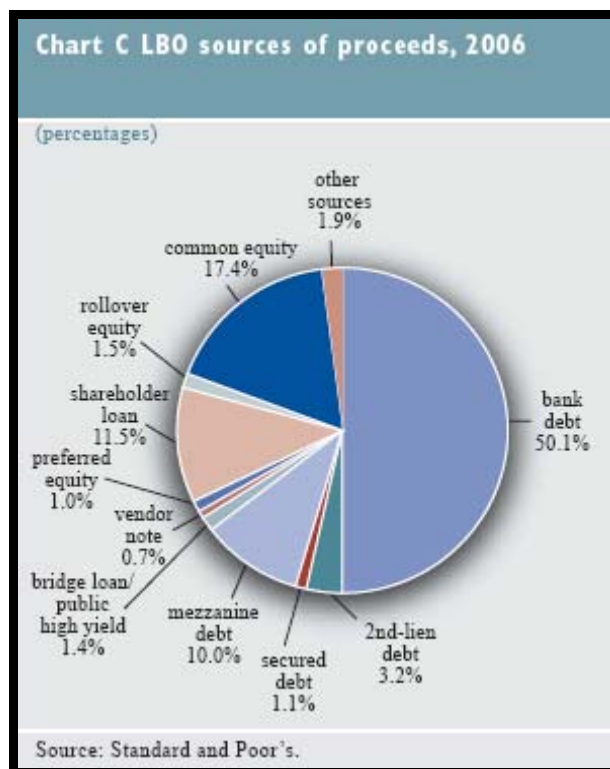
La *revolving facility* incorpora tutta una serie di *ancillary facility*, ad esempio apertura di credito in conto corrente, linee di credito a breve scadenza, lettere *stand-by*, impegni di firma, che possono essere utilizzate in costanza di inutilizzo o di parziale utilizzo della linea di credito principale.

Il processo viene regolarizzato e formalizzato attraverso la sottoscrizione di una serie di documenti che mirano a regolamentare (subordinazione di tipo

contrattuale) termini e condizioni dei crediti concessi, garanzie, grado di priorità dei vari creditori:

- *senior syndacated facility agreement*
- *transaction security document*
- *intercreditor agreement*
- *structural intragroup loan agreement*
- *2° line and/or mezzanine facility agreement*
- *hedging letter*
- *fee letter*

Il grafico che segue mostra come si presentava nel 2006 una struttura tipizzata



per fonte di finanziamento secondo *Standard & Poor's*. Ovviamente, nella realtà operativa molteplici sono i fattori che vengono presi in considerazione nel momento in cui si lancia una iniziativa: sebbene in questo campo le generalizzazioni siano alquanto riduttive essendo le aziende fenomeni

complessi e differendo, quindi, ogni caso specifico dagli altri, di norma, a *business* maturi, con bassa volatilità dei *cash flow*, si associano finanziamenti *senior*, che possono rappresentare multipli significativi del margine operativo lordo dell'azienda *target*.

Concessione del credito

Per quanto riguarda la concessione del credito, va detto che la strutturazione del debito di acquisizione, il rapporto di leva totale, il *mix* tra *equity* e finanziamenti, nonché le proporzioni di debito *senior* e subordinato, sono funzione della capacità di lettura dei finanziatori e degli *sponsor* del *cash flow* storico e prospettico dell'azienda *target*, del suo livello di volatilità e dei rischi di diluizione .

Il grado di intelligibilità del *cash flow* dipende dal livello di conoscenza della *target*, quindi dall'accuratezza del processo di *due diligence* che deve mirare ad approfondire:

- dati economici e patrimoniali, flussi di cassa storici;
- dati sul mercato in cui opera la società e sui punti di forza e di debolezza;
- eventuali contenziosi in essere;
- situazione fiscale pregressa della società e quella prospettica sulla base della struttura in fieri dell'operazione;
- *due diligence* ambientale per casi specifici, come, ad esempio, aziende chimiche.

E' fondamentale una valutazione molto attenta ed approfondita del *top management*, che di norma viene coinvolto e partecipa all'acquisizione. Spesso, infatti, l'investitore istituzionale detta l'indirizzo strategico ma la leva operativa quotidiana rimane prerogativa imprescindibile del *management*. Nei *buyout* il

finanziamento di acquisizione è a medio-lungo termine e di taglio largamente eccedente il valore di realizzo degli *asset* della impresa oggetto della transazione. Pertanto il rischio di credito della banca e degli altri finanziatori è largamente commisurato alla capacità della *target* di servire il suo debito attraverso la generazione di flussi di cassa derivanti dalla sua attività caratteristica e dalla cessione di attivi non operativi.

Viene usualmente realizzato un processo di tipo quantitativo e qualitativo, che comporta anche tipicamente una *SWOT analysis*, una indagine dei punti di forza e di debolezza dell'azienda, nonché delle opportunità e delle minacce presenti nel suo mercato di riferimento. Ne deve risultare l'adeguatezza dei flussi di cassa e la loro sostenibilità nel tempo.

Quanto ai punti di forza si verifica:

- posizione dominante nel proprio mercato
- bassa competizione sui prezzi
- qualità del *management team*
- unicità della marca e del prodotto
- basso fabbisogno di *capital expenditure* e di capitale circolante

Per contro, per i punti di debolezza:

- esposizione a mercati instabili
- volatilità dei prezzi
- ridotto potere contrattuale con i propri clienti/fornitori
- scarsa esperienza del *management*
- consistenti fabbisogni di capitale per investimenti e circolante
- esposizione a rischi di cambio

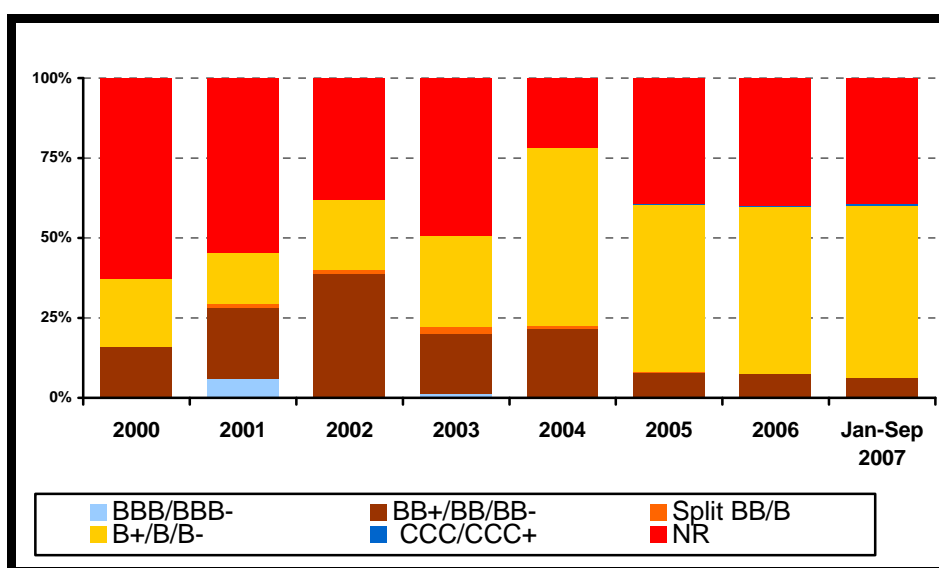
Tra le opportunità:

- mercato in crescita
- mercato di nicchia
- alte barriere all'entrata

Per quanto riguarda le minacce:

- mercati decrescenti in termini di volume e valore
- basse barriere all'entrata
- scadenza di brevetti/concessioni

L'insieme di queste valutazioni viene infine riassunto in una probabilità di *default* che si traduce in un *rating*. Negli Stati Uniti i *rating* pubblici di prestiti ad alta leva sono un prerequisito pressoché imprescindibile per rivolgersi al mercato: a differenza delle banche che dispongono di strutture interne dedicate alla valutazione del credito e di modelli propri, gli investitori istituzionali, predominanti negli USA, fanno affidamento sulle società di valutazione indipendenti. In Europa, invece, in virtù di un sistema bancocentrico in cui ha un ruolo fondamentale il rapporto che si instaura tra i finanziatori e gli *sponsor* delle iniziative, i *rating* pubblici non sono così diffusi. Secondo dati 2007 di *Standard & Poor's*¹ nel vecchio continente possono vantare un *rating* pubblico soltanto il 14% delle emissioni, mentre il 63,1% si vede assegnare un *rating* ufficioso (*implied rating*). Il grafico² che segue evidenzia un *trend* di deterioramento complessivo per il periodo 2000-2007:



¹ *European Leveraged Loan review 3Q07*

² "rating diversification trend", S&P's, *European Leveraged Loan review 3Q07*

- la BB+/BB/BB- passa dal 15% al 6,43%;
- la B+/B/B- dal 21% al 54%;
- quella priva di *rating* dal 62% del 2000, in diminuzione al 21% del 2004, per poi riprendere a crescere sino al 39% del 2007. Per il decremento delle facilitazioni non valutate, è lecito supporre una correlazione con gli scandali societari dei primi anni del decennio.

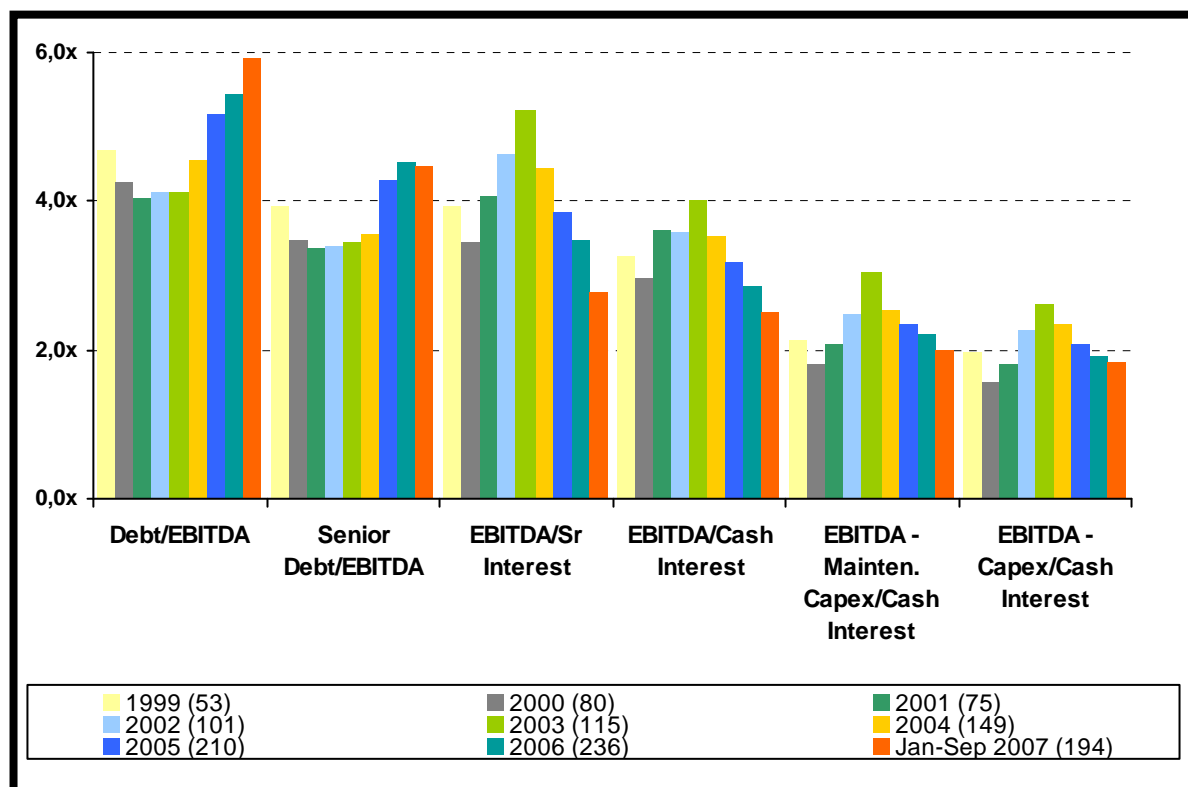
Un'altra peculiarità del sistema europeo è la maggiore difficoltà nel quantificare il *default risk*: a molte situazioni di *stress* finanziario viene trovata una soluzione *extra-giudiziar*ia anche per superare le differenziazioni dei sistemi fallimentari dei vari paesi. In queste situazioni il ruolo dello *sponsor* è di primaria importanza. Per contro, talvolta la dichiarazione di *default* viene negli Stati Uniti opportunisticamente utilizzata dagli stessi emittenti.

Fondamentalmente la trasparenza e la focalizzazione sulla ristrutturazione piuttosto che sulla liquidazione, che permeano il sistema fallimentare americano rendono più agevole l'intero processo per finanziatori e debitori.

Un altro parametro che l'istruttoria creditizia produce è il cosiddetto *loss-given-default risk*, la perdita attesa in caso di insolvenza, calcolata talvolta come percentuale del capitale o di questo sommato agli interessi accumulati, tal'altra con un'attualizzazione ad un tasso oscillante tra il 15% e il 25% tipico dei fondi ed operatori in attività *distressed*: entrano in gioco in queste valutazioni le garanzie assunte e poiché i prestiti ad alta leva sono tutti garantiti e vantano *maintenance covenant*, di norma i finanziatori riescono a intervenire e rinegoziare i termini con l'emittente prima che la situazione reddituale e patrimoniale della società si deteriori in misura irreparabile. Comunque, anche nella peggiore delle ipotesi, vantano diritto di precedenza rispetto al resto dei creditori.

Negli ultimi anni sono sempre più utilizzati, laddove presenti, anche indici di mercato, quali i differenziali di rendimento e, soprattutto, i *credit default swap*.

Nel calibrare i rischi di insolvenza e di perdita attesa in situazione di *default*, gli investitori hanno a disposizione tutta una serie di indici finanziari: in particolare vengono utilizzati quelli di indebitamento, di copertura, di collaterale.



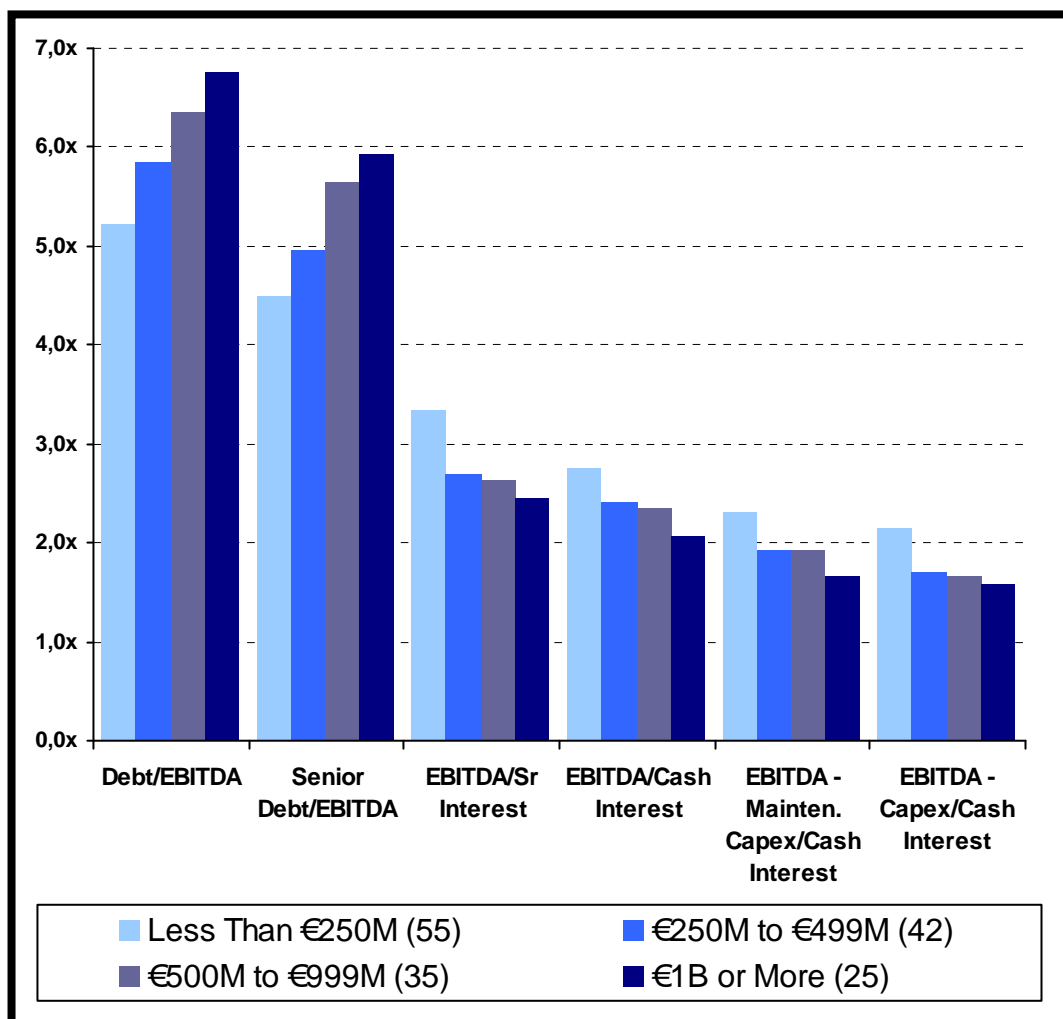
Il grafico¹ indica come i rapporti di indebitamento e copertura sono andati evolvendosi in Europa in un periodo che va dal 1999 al terzo trimestre del 2007. Per quanto concerne il rapporto debito totale e *senior* su *ebitda* si evidenzia, a partire dal 2004, una netta impennata da poco sopra 4x sino a 6x per il primo, e un andamento sempre in crescita ma meno esplosiva sino ad un livello di poco superiore 4x, per il secondo. Il 50% delle emissioni al 30 settembre 2007 è su rapporti di leva totale superiori a 6x con solo il 15% inferiori a 4x: nel 2006 si registravano percentuali, rispettivamente, del 36% e del 17%. La media del terzo trimestre 2007 è di 6,5x, con una lieve limatura del dato di agosto pari a 6,6x. Relativamente ai rapporti di copertura, in particolare il rapporto *ebitda* su *cash interest*, si registra una dato di partenza nel 1999 di

¹ “average proforma credit statistics”, S&P’s, *European Leveraged Loan review*, 3Q07

3,25x, uno intermedio nel 2003 di 4,01x cui fa seguito un graduale ridimensionamento al 2,50x del 2007.

Rispetto alla variabile *rating*, B+/B contro B/BB-, si nota una divaricazione del differenziale del rapporto di indebitamento per la classe più elevata che aumenta da 0,4x del 2001 a 1,4x del 2007, a riprova che su profili più sostenibili si è caricata leva addizionale. Di riflesso, il rapporto di copertura, che rimane pressoché stabile per la classe più bassa, diminuisce sensibilmente nel periodo di riferimento, passando da 3,1x a 2,4x, con un differenziale in ampliamento da 0,4x a 0,9x.

Per quanto riguarda la variabile dimensionale il grafico¹ che segue



¹ “average pro forma credit statistics by deal size: Jan - Sept 2007”, S&P’s, *European Leveraged Loan review*, 3Q07

evidenzia una stretta correlazione tra la portata del debito e il multiplo sul margine operativo lordo: si passa da poco sopra 5x sino a €250 milioni a 6,75x per importi superiori a € 1 miliardo. Di riflesso si riscontrano rapporti di copertura, a livello di *cash interest* su *ebitda*, più deboli al crescere dell'importo: da 2,76x a 2,07. L'evoluzione nel tempo rispecchia fedelmente quanto detto sinora: già nel 1999 a tagli più grandi corrispondevano rapporti di indebitamento più pesanti e copertura più deboli.

Riguardo ad una differenziazione su base geografica, paesi nordici, Olanda e Francia registrano rapporti di indebitamento superiori a 6x, Gran Bretagna poco sotto.

La evoluzione prospettica del livello di indebitamento, calcolata come *deleveraging* in anno 1, che nel 2002 era in media dell'8,2%, è al 6,2%, un dato riconducibile presumibilmente all'aumento dei finanziamenti di tipo *bullet*.

Nella pratica quotidiana vengono tenuti in gran considerazione alcuni fattori caratteristici dell'impresa *target* nella costruzione dell'impalcatura finanziaria del *leveraged buyout*: imprese di dimensioni più grandi giustificano livelli di debito più alti sia perché, normalmente, presentano al loro interno una maggiore diversificazione che consente loro di superare congiunture negative, sia perché, in momenti di difficoltà, possono sfruttare un maggior potere negoziale e trovano nei finanziatori degli interlocutori più flessibili e accomodanti. Né va sottovalutata la possibilità di alienare, subito dopo la chiusura della transazione, attivi che non rientrano nel *core business*.

Livelli di leva finanziaria più elevati sono riconducibili anche a una redditività particolarmente alta dell'impresa *target*, tanto per la prospettica capacità di servire il debito, quanto per lo sfruttamento del beneficio fiscale.

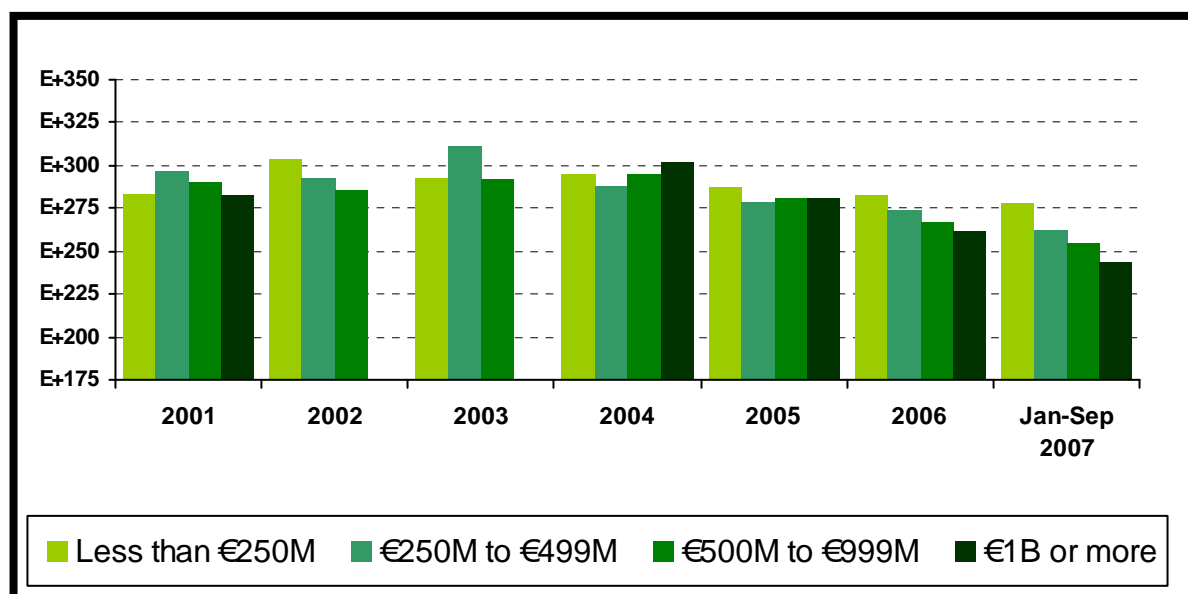
Un più alto contributo di *equity* si riscontra invece in quelle operazioni che coinvolgono imprese *target* contraddistinte da prospettive di sviluppo maggiori: molti studi hanno dimostrato che investire in opportunità di crescita

aziendale equivale ad acquistare delle opzioni *call* che rischiano di non essere esercitate laddove sono presenti notevoli livelli di debito rischioso.

Nel merito delle singole linee di credito, è stato verificato che l'uso di debito caratterizzato da lunghi periodi di preammortamento o con servizio in natura è correlato a strutture più levereggiate, a premi di acquisizione più alti e a previsioni positive di crescita futura dell'azienda.

Pricing

Strettamente correlato al rischio è il *pricing* dei prestiti: le due realtà, statunitense ed europea, di nuovo, presentano molteplici aspetti di differenziazione. Prezzare un prestito per una platea di investitori istituzionali, che dominano da tempo il mercato americano, è una sintesi tra il merito di credito dell'emittente e fattori di mercato, *in primis* liquidità e rapporto domanda-offerta. Ovviamente, come tutti gli strumenti finanziari, anche i prestiti più liquidi spuntano *spread* migliori come si ricava dal grafico¹ che segue ed è stato empiricamente dimostrato da alcuni studi².



¹ "wtd. Avg. new issue institutional spread by deal size", S&P's, *European Leveraged Loan review*, 3Q07

² A. Gupta, A. Singh, A. Zebede, *Liquidity in the pricing of syndacated loans*, *Journal of financial markets*, APR. 2007

Riguardo al rischio, le *tranche Term Loan A e Revolving*, negli ultimi anni, hanno registrato un andamento abbastanza lineare degli *spread* di nuova emissione rimasti ingabbiati, dal 1999 al 2007, in un *range* di oscillazione ricompreso tra 200 e 225 punti base, mentre per le *Term Loan B e C* il corridoio è più ampio, tra 250 e 300 punti base. Tra la B e la C il differenziale è stato in media nel periodo di riferimento intorno al mezzo punto percentuale. Diversa anche la reazione alla crisi dell'estate del 2007: le prime non hanno subito ripercussioni, mentre per le seconde si è verificato un rialzo di un quarto di punto.

In passato, prima dell'affermarsi degli investitori istituzionali, l'approccio *buy and hold* delle banche relegava in secondo piano l'importanza della liquidabilità dell'attivo. Negli ultimi anni, invece, è diventato sempre più importante per gli operatori poter contare sulla possibilità di negoziare queste attività finanziarie e quindi sulla loro intrinseca liquidità: ne è conseguita una decrescente attrattività delle *tranche* sino a \$ 200 milioni in favore di quelle sino a \$ 2 miliardi, ad un tempo alla portata degli investitori e abbastanza grandi da generare interesse sul secondario.

Per quanto riguarda i fattori di mercato è evidente che in congiunture di crescita e di "*money chasing deals*"¹ gli emittenti sono in condizione di esigere *spread* inferiori.

Inoltre, le già citate misure di trasparenza introdotte dalla *SEC* hanno contribuito decisamente alla modernizzazione del mercato dei prestiti sindacati: anche nel loro mercato primario si sono affermati meccanismi tipici di altri segmenti, quali, ad esempio, l'abitudine di prezzare le nuove emissioni tenendo conto anche delle quotazioni e della liquidità² sul secondario di precedenti emissioni dello stesso emittente, oppure di effettuare paragoni con attività comparabili per *rating* e durata.

¹ "Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations" P. Gompers, G. Lerner, *Journal of Financial Economics*, 2000, Elsevier

² R. Wittenberg-Moerman, *The impact of information asymmetry on debt pricing and maturity*, NOV. 2006

Il numero delle banche operative, sul mercato dei prestiti ad alta leva finanziaria degli Stati Uniti , intendendo con ciò quelle che nell'arco di un anno partecipano almeno a 10 sindacazioni, è passato da 110 del 1999 a 70 del 2007, in risalita dalle 35 del 2001, con un impegno complessivo di appena \$ 5 miliardi .

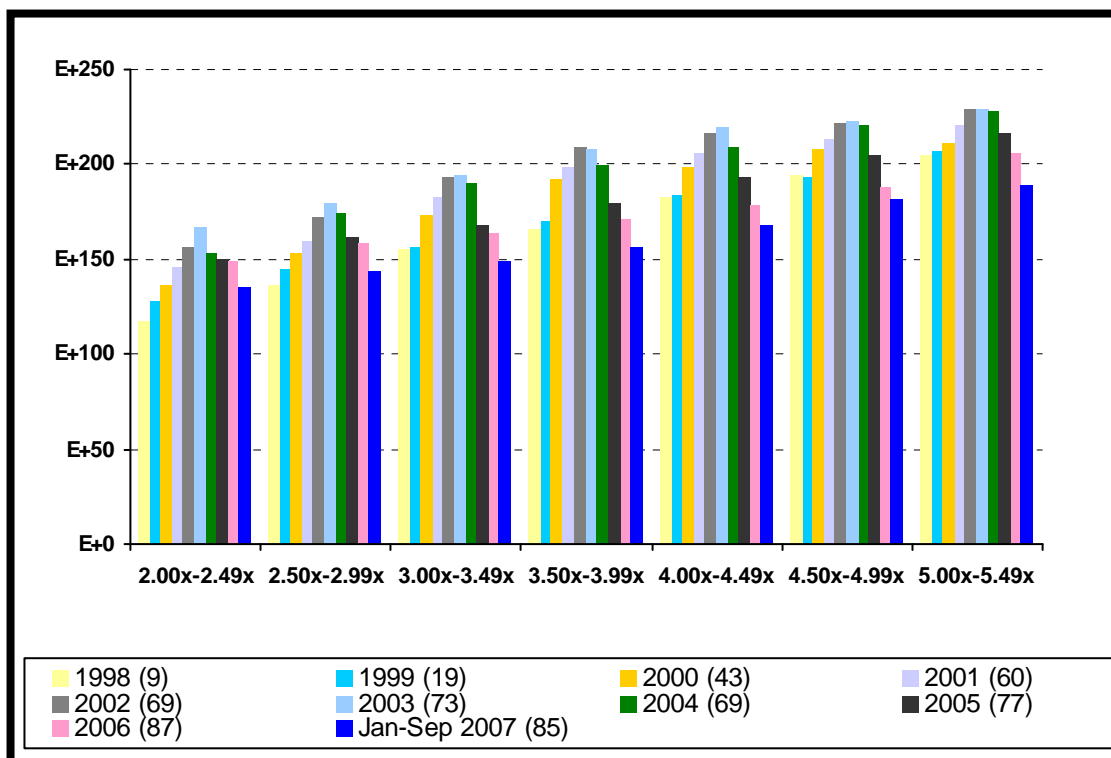
In Europa prezzare un prestito è un processo senza dubbio più semplice, ma meno efficiente e flessibile: sino a qualche anno fa esisteva una sorta di listino *standard*, con le *Term Loan A*, B e C emesse a 225, 275, 325 punti base sull'*Euribor*. Soltanto ultimamente è stato mutuato dagli USA il meccanismo di revisione dello *spread*, verso l'alto o il basso, durante la sindacazione del prestito. Negli ultimi anni, tuttavia, si è trattato per lo più di revisioni al ribasso riconducibili al clima di euforia che ha dominato il mercato: soltanto nel terzo trimestre del 2007, a seguito del *credit crunch* intervenuto a livello internazionale, ci son stati più prestiti *flexed up* che *down* (il 50% contro il 15% per le *tranche* B e C, e il 40% contro il 20% per il 2° *lien*).

In Europa, il 67% delle facilitazioni pro-rata presenta una *pricing grid* basata sul rapporto di indebitamento, mentre il 18% non la prevede.

La percentuale è in salita dal 15% del 1998, ma in calo dal 78% del 2004.

La tabella¹ seguente evidenzia i diversi livelli di indebitamento e i corrispondenti livelli medi di *spread*: per i primi nove mesi del 2007 si va da un minimo di 135 punti base per rapporti di indebitamento su *ebitda* compreso tra 2X e 2,49x, a un massimo di 189 punti per il *range* 5x/5,49x. L'evoluzione nel tempo appare abbastanza omogenea per le varie classi di merito.

¹ "RC/TLA debt/ebitda trends, European Leveraged Loan review", S&P's, European Leveraged Loan review, 3Q07



RC/TLa DEBT/EBITDA GRID BASED PRICING DATABANK Jan-Sep 2007				
Debt/EBITDA Ratio	Average (bp)	Standard Deviation (bp)	Maximum (bp)	Minimum (bp)
2.00x-2.49x	135.19	28.60	200.00	100.00
2.50x-2.99x	143.25	29.69	212.50	100.00
3.00x-3.49x	148.41	27.50	225.00	100.00
3.50x-3.99x	156.33	26.52	225.00	100.00
4.00x-4.49x	167.80	25.60	225.00	100.00
4.50x-4.99x	181.82	24.35	250.00	125.00
5.00x-5.49x	189.34	24.53	250.00	125.00

Per quanto riguarda la *tranche* B, l'81% delle strutture prevede *margin ratchet*, in crescita dal 24% del 1999.

Quasi tutte le banche commerciali, a partire dal 1990, hanno adottato tecniche di gestione del portafoglio incentrate sul rapporto rischio-rendimento: consapevoli dello scarso ritorno offerto di per sé dal semplice collocamento di prestiti sindacati, hanno adottato viepiù strategie commerciali miranti a ricercare sinergie con altre divisioni ed altri prodotti offerti.

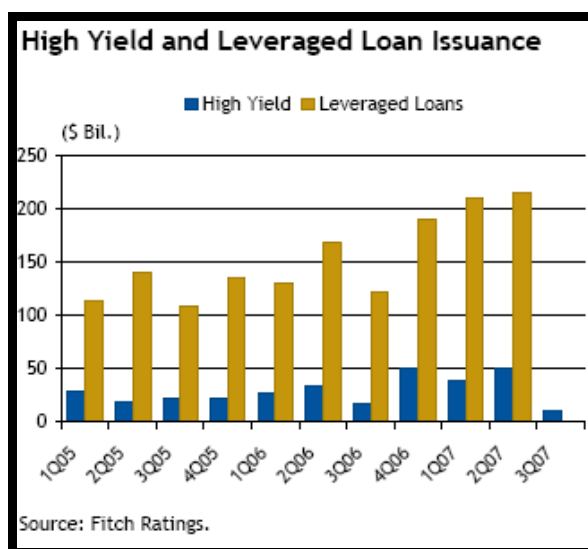
“Since it appears that credit is being offered as a loss leader by commercial banks to facilitate or leverage the extension of their investment banking business, what are the implications of such mispricing on the supply and demand for credit? What are the implications of this underpricing for the financial health of the smaller banks participating in these syndicated facilities?... To what degree is this tying activity a cause of the increased losses being realized by large banks on loans to borrowers such as Enron who were known to pay large investment banking fees? Is the “pay to play” practice leading to a concentration of bad credit risks among increasingly smaller number of banks? What are the systematic implications of this distortions?” si chiedeva nel 2002 un senatore USA in una interrogazione al *Federal Reserve Board*. Diversi ricercatori, sulla scia degli scandali *Enron* e *Worldcom*, hanno cercato di rispondere a questo interrogativo, con risultati non univoci: un *paper*¹ del 2006 realizzato su un campione di operazioni realizzate tra il 1994 e 2004, giunge alla conclusione che le banche non sono mosse nè da fini strategici, *pay to play*, cioè guadagnare meno sugli *spread* pur di poter partecipare all’operazione, nè da economie informative, cioè non dover effettuare due distinte istruttorie per erogare diversi servizi, ma limitano questa loro pratica ai clienti di maggior qualità. Come conferma, l’autore verifica anche l’evoluzione della quotazione dei prestiti sul mercato secondario e la loro liquidità.

Obbligazioni ad alto rendimento

Uno strumento sovente utilizzato per la raccolta di debito subordinato da destinare alla realizzazioni di operazioni di *buyout*, apparso per la prima volta

¹ “Pricing and performance of loans bundled with underwriting”, Yang Lu, Department of Finance, Stern School of Business New York University, SEPT. 2006

negli Stati Uniti nel corso degli anni '80 su iniziativa di una società specializzata, la *Drexel Brunham Lambert*, è rappresentato dalle obbligazioni ad alto rendimento note anche come obbligazioni spazzatura, *junk bond*. Si tratta di emissioni obbligazionarie caratterizzate da rendimenti assai più elevati rispetto a quelli prevalenti su investimenti di uguale durata: il differenziale compensa il maggior rischio di insolvenza dell'emittente. In questa categoria di titoli rientrano tutte quelle obbligazioni che hanno un *rating* BBB- di *Standard & poor's*, Baa2 di *Moody's* e BBB- di *Fitch*. Delle principali caratteristiche di questi titoli, in rapporto ai prestiti ad alta leva, abbiamo già detto all'inizio del capitolo.



Il grafico¹ sopra riportato, che si riferisce esclusivamente al mercato statunitense considerato che nel vecchio continente questo strumento trova applicazioni residuali nelle strutture di *LBO*, riporta chiaramente l'evoluzione che i due mercati hanno registrato negli ultimi anni: ad una continua crescita dei prestiti ad alta leva si contrappone un andamento stazionario delle obbligazioni ad alto rendimento. Dalla fine del 2005 alla fine del 2006 i prestiti

¹ "Speculative grade balance sheets becoming more loan-heavy – recovery prospects at risk", *Fitch Ratings*, MAY 2007

fanno segnare una crescita del 28%, più di tre volte superiore a quella delle obbligazioni (9%): più in dettaglio, i *term loan* rappresentano il segmento più dinamico del settore, con un incremento del 41% a compensare i tassi di sviluppo più lenti (17%) delle *revolving facility*. Secondo la società di *rating*, circa due terzi dei *downgrading* di obbligazioni sono causati dall'aumento di facilitazioni garantite nell'ambito della struttura finanziaria delle imprese: la posizione dei titoli obbligazionari nell'ambito della scala di *seniority* subisce un deterioramento e, inevitabilmente, peggiorano anche le prospettive di recupero in caso di insolvenza.

Nel processo¹ di collocamento, i mesi successive alla crisi del 2007 hanno visto una convergenza dei due mercati: mentre in passato le *tranche* di prestiti e le obbligazioni collegate ad un *LBO* venivano sindacate separatamente e a schiere diverse di investitori, il ritiro dei *CLO* dal mercato ha portato ad una unificazione della platea dei potenziali acquirenti. Ne sono risultati meccanismi di *pricing* più efficienti e puntuali.

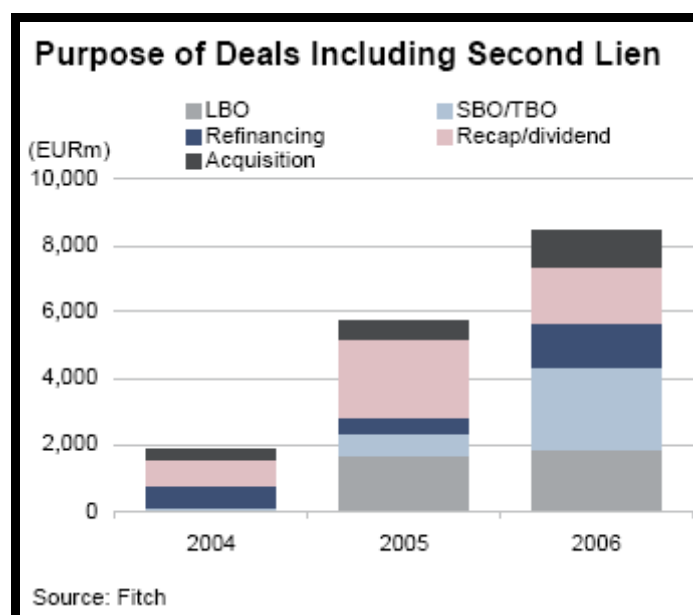
Prestiti second lien

Subito al disotto delle *tranche* di *Term loan A/B/C* in una struttura di finanziamento di *LBO*, i prestiti 2° *lien*, come la stessa definizione rivela, incorporano diritti di secondo grado sui beni costituiti in garanzia, saturando quello scarto di circa il 15% che in media si applica per tener conto di un eventuale deprezzamento. Di norma presentano clausole contrattuali molto meno stringenti dei prestiti *senior*.

Dopo una apparizione fugace verso la metà degli anni '90 negli Stati Uniti, a seguito del *default* della Russia persero il favore degli investitori attirati da strutture più prudenti. A partire dal 2003, a seguito di un calo generalizzato dei

¹ “*Bankers start to combine loan, bond road shows*” *Buyout magazine*, NOV. 2007

tassi di insolvenza, sono stati riportati *in auge* dapprima come strumento finanziario adatto per società in gravi crisi di liquidità, in un secondo momento in un'ampia gamma di transazioni, tra cui *leveraged buyout*, *secondary and tertiary buyout* e ricapitalizzazioni che oggi rappresentano circa l'80% della destinazione complessiva (cfr.grafico riferito all'Europa).



Attualmente i principali attori di questo mercato sono investitori istituzionali, in primis *CLO* e *hedge fund*, ma anche fondi di investimento, fondi avvoltoio e operatori dell'obbligazionario. Nel 2006 gli Stati Uniti hanno registrato emissioni per \$ 29,7 miliardi (+ 36% sul 2005), circa il 4,85% dell'intero mercato dei prestiti ad alta leva e l'8% del mercato istituzionale. In Europa, il mercato presenta dimensioni minori: le emissioni dei primi nove mesi del 2007 si sono attestate sui € 12,5 miliardi, in sensibile crescita rispetto agli € 8 miliardi raccolti nell'intero 2006 e i €200 milioni del 2004.

Il maggior rischio implicito si traduce in uno *spread* rispetto a prestiti di primo grado inversamente correlato al grado di copertura del patrimonio garante rispetto all'esposizione delle due categorie di finanziatori: nel 2007 è

pari in media a 200 punti base (in calo rispetto ai 250 del 2006), ma con oscillazioni molto ampie sino a 1000 pb per le operazioni più spinte.

Riguardo alla leva, la tabella seguente indica che la presenza di prestiti *second lien* tende a rendere la struttura finanziaria più aggressiva .

	Q104	Q204	Q304	Q404	Q105	Q205	Q305	Q405	Q106	Q206	Q306	Q406
Senior priority leverage	2.9	1.8	3.4	4.3	4.5	4.7	4.7	4.4	4.4	4.8	5.2	5.1
Senior plus second lien leverage	3.3	2.5	4.2	4.8	5.1	5.5	5.4	5.0	5.1	5.5	6.0	5.9
Total leverage	4.5	3.8	5.7	5.3	5.8	6.2	6.4	6.0	6.1	6.5	6.8	6.8

Source: Fitch

Da un punto di vista contrattuale, si hanno principalmente due varianti:

- un unico *security agreement* che accomuna le due classi di finanziatori: in caso di insolvenza e di parziale incapacità della garanzia può portare il giudice a non garantire una adeguata protezione e a disporre i rimborsi prorata tra primo e secondo grado. Talvolta i finanziatori di secondo grado hanno pari diritti di voto anche se date le dimensioni relativamente diverse delle due *tranche*, raramente riescono a prevalere;
- *due security agreement*, corredati di uno *standstill agreement*, con due distinte classi di creditori: in questo caso quelli di secondo grado sono meno tutelati in quanto il giudice, in presenza di attivi insufficienti, soddisfa prioritariamente le pretese risarcitorie dei creditori di primo grado. Il giudice fallimentare, nel caso in cui i due prestiti siano documentati congiuntamente, può anche non riconoscere la distinzione tra le due classi. L'85% dei finanziamenti erogati negli Stati Uniti nel 2006 sono di questo tipo.

Le criticità nel rapporto tra queste due classi di finanziatori si incentrano evidentemente su una serie di punti:

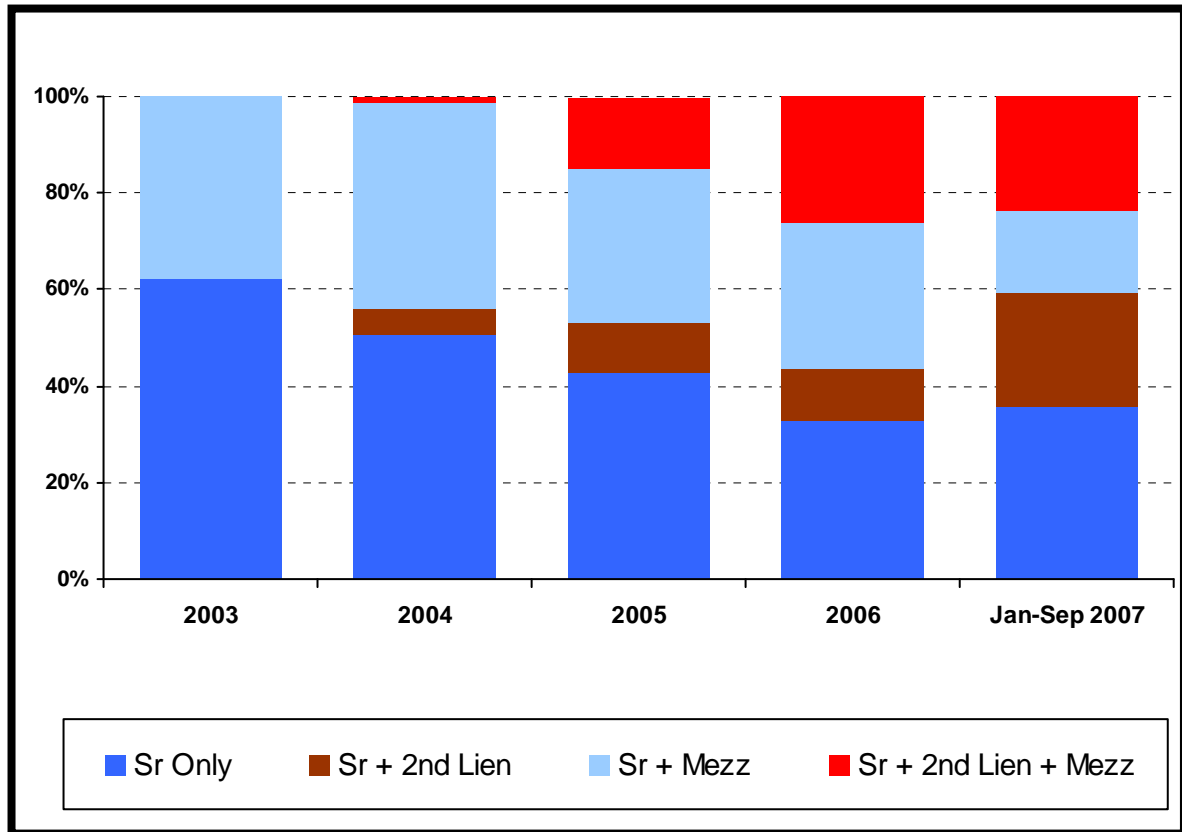
- la subordinazione nei pagamenti
- la possibilità o meno (*standstill agreement*) di agire in caso di *payment default* sui crediti di primo grado
- la facoltà di accelerare l'insolvenza
- l'adeguamento automatico dei contratti di secondo grado agli emendamenti e deroghe apportati agli accordi di primo
- possibilità di obiettare rispetto ad iniziative assunte dai creditori di primo grado

Al di là delle sottigliezze giuridiche che, tra l'altro sinora non hanno potuto esser testate in misura attendibile dato l'uso relativamente recente di queste linee di credito e la contestuale bassa percentuale di insolvenze, va sottolineato che i prestiti di secondo grado si sono affermati sempre più come una possibilità per diverse strutture e molteplici debitori.

Dell'utilizzo costante che se ne fa nelle acquisizioni ad alta leva già si è detto, ma in particolare sono società di *middle-market* con *rating* B+ o inferiore a ricorrervi in quanto non in condizione di accedere con la dovuta tempestività al mercato degli *high yield bond*.

Come si ricava dal grafico¹, dal 2003 in poi, in combinazione con finanziamenti *senior* o con mezzanini e *senior*, hanno guadagnato notevoli quote di mercato facendo leva sulla loro relativa convenienza, flessibilità, disponibilità e velocità di erogazione.

¹ "Total Transaction Structure", S&P's, *European Leveraged Loan review*, 3Q07



Il loro sviluppo ha coinciso con l'affermazione nel mondo del credito di due figure di operatori istituzionali che, più di altri, negli ultimi anni hanno saputo approfittare di innovazione tecnica e ampia liquidità: *CLO* e *hedge fund*. Sotto l'aspetto tecnico, i prestiti 2° *lien* hanno rappresentato una opportunità per tutte quelle società vincolate da clausole *anti-layering* di precedenti contratti di finanziamento: per il loro *status* di secondo grado hanno consentito l'acquisizione di nuovi prestiti senza violare i preesistenti accordi di *seniority*, diventando, in alcuni casi, una valida alternativa *tout court* a mezzanini o obbligazioni tradizionali, o un valido complemento, in altri.

Lo sviluppo di questo mercato è riconducibile sia ai finanziatori che agli *sponsor*: per i primi è stato possibile conciliare la necessità, da una parte, di ridurre o non aumentare esageratamente la propria esposizione, dall'altra, di soddisfare l'esigenza dei propri clienti di strutturare transazioni sempre più complesse e importanti. Operatori istituzionali non tradizionali sono stati attirati da rendimenti superiori, mitigazione del rischio tasso in virtù di cedole

variabili, maggiore protezione. Gli *sponsor*, dal canto loro, apprezzano molto sia la tempestività e la riservatezza con cui questi finanziamenti possono essere chiusi, aspetti fondamentali in un *buyout*, sia l'elasticità tipica delle configurazioni *bullet* che permettono il rimborso anticipato parziale od integrale non predefinito, ma correlato piuttosto ai risultati operativi conseguiti, a smobilizzo di attivi o esigenze di rifinanziamento: vengono applicate penali, per altro non onerose, per i primi due anni dal *closing*. In un'ottica di mantenimento del controllo, viene altresì valutata molto positivamente, rispetto al mezzanino, l'assenza di *equity kicker*. Rispetto ai *bond*, invece, si apprezza la possibilità di confezionare strutture *ad hoc*, *tailor made*, la natura privata e non regolamentata del settore e le possibilità di accesso che anche le società più piccole hanno: non è prevista per questi finanziamenti la costosa e spesso lunga procedura di registrazione presso la *SEC* né si è tenuti a rivelare pubblicamente dati che possono avvantaggiare la concorrenza. Inoltre, la garanzia di secondo grado consente di monetizzare quella parte di valore di beni materiali ed immateriali latente nelle valutazioni di bilancio.

Le capacità negoziali e la forza contrattuale acquisita col tempo dagli investitori istituzionali hanno permesso di rendere più flessibili gli accordi tra creditori (*intercreditor agreement*), superando i cosiddetti *silent second liens*, cioè un ruolo marcatamente subordinato nei confronti dei finanziatori di primo grado in caso di insolvenza. Si è sviluppato, inoltre, un ampio mercato secondario.

Nel settore degli *LBO*, il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento è stato completamente disintermediato: troppi e complessi gli adempimenti burocratici previsi rispetto alla immediatezza e flessibilità dei *leveraged loan* sia di primo che di secondo grado. Le obbligazioni vengono eventualmente emesse in una fase successiva per rifinanziare la struttura iniziale.

La crisi dell'estate 2007 ha avviato nella comunità finanziaria, soprattutto statunitense, un ampio dibattito sulle conseguenze che la svolta nel mercato del

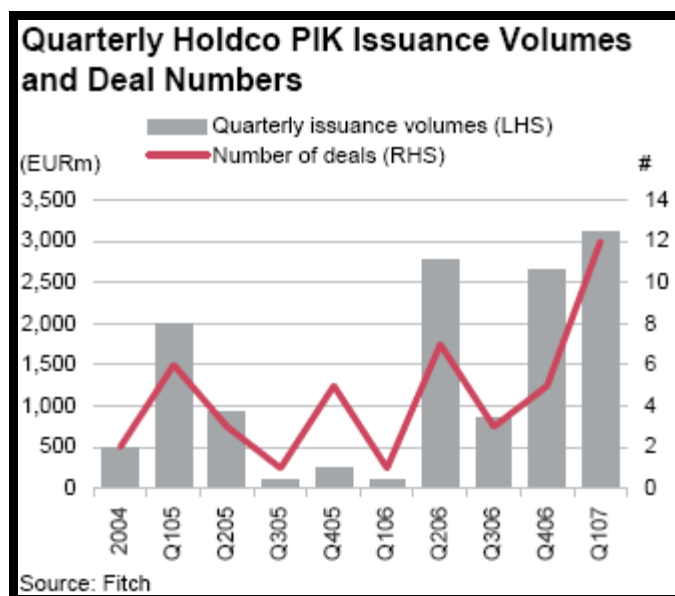
credito potrà avere sulle strutture di debito sempre più complesse architettate in questi ultimi anni: viene messo l'accento in particolare sulla necessità di sperimentare la tenuta degli accordi tra creditori. Sono ritenuti probabili tentativi incrociati da parte delle varie classi di finanziatori di delegittimare la solidità delle garanzie acquisite: nell'incapacità di raggiungere un accordo sulla strategia da perseguire per riportare in bonis le società, anche per confliggenti prospettive e *modus operandi* della nuova schiera di investitori che progressivamente ha sostituito le banche, è ragionevole prevedere che tra i finanziatori di primo e di secondo si accenderanno dispute sui relativi diritti di *seniority*, mentre gli obbligazionisti cercheranno di confutare la priorità se non la validità stessa dei contratti di 2° *lien*. E' facile pronosticare che la situazione sarà sicuramente resa più complicata dalla tecnica in uso presso molti investitori istituzionali di investire contemporaneamente in più *tranche* della stessa struttura di capitale. Si assisterà probabilmente anche ad un aumento delle procedure di liquidazione in quanto gli attivi delle società coinvolte, costituiti in garanzia per la loro interezza da due distinte classi di creditori, non saranno sufficienti a garantire processi di ristrutturazione. Saranno, comunque, fondamentali le prime sentenze che, da un lato, forniranno un *input* decisivo per la strutturazione e la documentazione a corredo delle prossime operazioni, dall'altro potranno anche indurre una rivalutazione della appetibilità stessa di tali linee di credito in relazione ad altri strumenti disponibili.

Holdco Pik

*Payment in kind*¹ significa pagamento in natura e si riferisce, per l'oggetto del nostro studio, a quegli strumenti finanziari, a tasso fisso o variabile, prestiti o obbligazioni, che attribuiscono all'emittente la possibilità di effettuare il

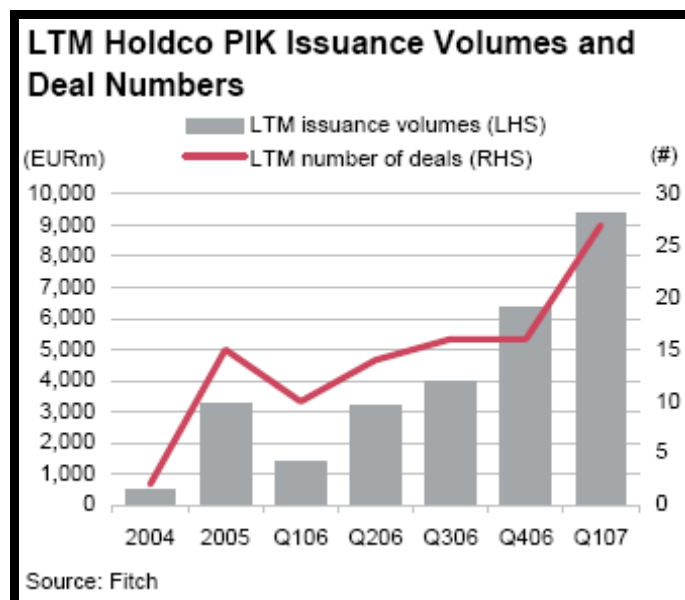
¹ *PIK bonds o nel nostro caso Holdco Pik, in quanto emesse dalla società holding e non dalla operative*

pagamento degli interessi, anziché in contanti, con l'assegnazione di un'ulteriore obbligazione identica per caratteristiche di scadenza, tasso e valore nominale unitario. *Kind* deriva da un sostantivo *kyun*, usato nell'inglese medioevale col significato di bestiame, bovini, in quel periodo mezzo di scambio e pagamento.



L'attività in questo settore è per sua natura opportunistica, come opportunistici sono anche i principali sottoscrittori di *Holdco PIK*, gli *hedge fund*: il grafico sopra riportato evidenzia chiaramente questa caratteristica, con un andamento delle emissioni, per volumi e per numero, abbastanza volatile, con picchi nel primo trimestre del 2007, nel secondo e quarto del 2006. Il deciso calo segnato a partire dal secondo trimestre del 2005 è probabilmente ascrivibile al *downgrading* delle emissioni *Ford* e *GM* che determinò una brusca frenata della richiesta di carta da parte degli *hedge fund*. In questo particolare segmento il mercato non ha visto il formarsi di una base di investitori stabile e con un orizzonte temporale lungo, tipo fondi mezzanino o *CDO*, probabilmente perché la mancanza di pagamenti *cash* su questi strumenti non consente di pareggiare il costo dei fondi. Prima della crisi dell'estate del

2007, alcuni *CLO*, visto il calo di rendimento di tradizionali strumenti *cash*, avevano iniziato ad aumentare i loro *basket* di debito subordinato per includere anche strumenti più remunerativi.



Su base sequenziale (*LTM* – ultimo dodici mesi) il crescente interesse per questi strumenti è evidente (cfr. grafico) ed è riconducibile sia al *pricing* favorevole a *sponsor* ed emittenti, sia alla possibilità di creare strutture più levereggiate, non prevedendo questi finanziamenti esborsi di cassa per tutta la loro durata. A riguardo, va per altro detto che in alcune recenti emissioni è prevista la possibilità per l'emittente di optare per una forma di pagamento in contanti: si tratta ovviamente di una opzione che rende lo strumento sicuramente più rischioso al punto da impattare negativamente sui tassi di recupero previsti. In effetti, la *holding company* non ha flussi di cassa propri e le eventuali risorse destinate al pagamento dovrebbero provenire dalle attività operative che sono a garanzia dei finanziamenti *senior*. Nella realtà si tratta di una probabilità abbastanza remota in quanto, in una tale situazione, sarebbe molto più economico rifinanziare il debito emettendo *tranche* con pagamento in contanti a condizioni migliori. Comunque, da un punto di vista formale, anche

in questi casi è molto importante che l'accordo di priorità tra i creditori sia chiaro e preveda limiti invalicabili a eventuali flussi di cassa dalle società operative alla *holdco*.

In Europa, per lungo tempo i *PIK* sono stati usati da fondi di *private equity* e mezzanini in piccolo taglio per la strutturazione di aggressivi *debt package*: a partire dal 2004, in concomitanza con l'avvento dei prestiti 2° *lien*, si è sviluppato un mercato con ampie sindacazioni ed importi rilevanti.

Recent Examples of Holdco PIK Notes					
Company	Kabel Deutschland	Jefferson Smurfit Group	Eco-Bat	Avio	Cognis
Issuer	Kabel Deutschland Holding GmbH & Co KG	JSG Holdings plc	EB Holdings Inc	Aero Invest 1 SA	Cognis Holding GmbH & Co
Deal Date	Dec 04	Jan 05	Feb 05	Feb 05	Jan 05
Amount (EURm)	400	325	250	375	530
Issue Price	99	100	100	99	99
Pricing	E+850	11.50%	10%	E+850	E+900
Maturity	Dec 14	Oct 15	Feb 15	Mar 15	Jan 15
Callable	May 05	Jan 07	Feb 07	Mar 06	Jul 05
Call Price	100	102	102	100	101
Prepayment Penalties	NC6m,100,102,101	NC2, 102,101	NC2, 102,101	NC1,100,102,101	NC6m, 101,102,101

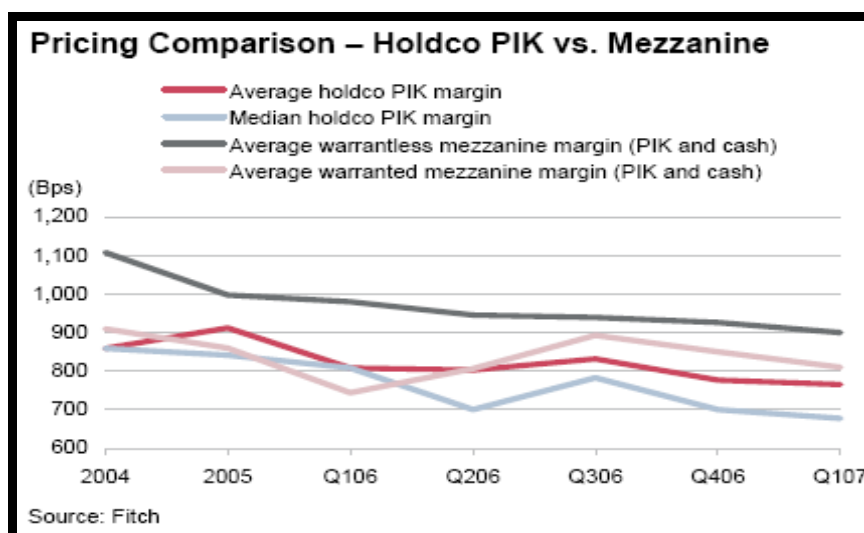
Source: Fitch Ratings

Come si ricava dalla tabella, si tratta per lo più di emissioni decennali, con rendimenti superiori al 10%, importi tra i €300 e i €500 milioni, con *call* a uno o due anni dal collocamento. Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto va sottolineato che la strutturazione del *call period* dipende direttamente dai tempi che gli *sponsor* prevedono necessari per giungere all'offerta pubblica iniziale (*initial public offering- IPO*) della società o alla vendita, intendendo in linea di principio questo strumento finanziario come una sorta di ponte verso l'uscita dall'investimento: in realtà, questo evento si verifica molto raramente e si registrano percentuali di rifinanziamento molto alte (intorno al 26%). Dopo il periodo non-*call*, di norma tra 3 e 18 mesi, c'è un arco di tempo in cui il rimborso anticipato può avvenire alla pari mentre successivamente sono previsti rimborsi *step-up* collegati a *test di performance*. Relativamente alla durata, invece, si rileva che la scadenza decennale, inizialmente adottata per

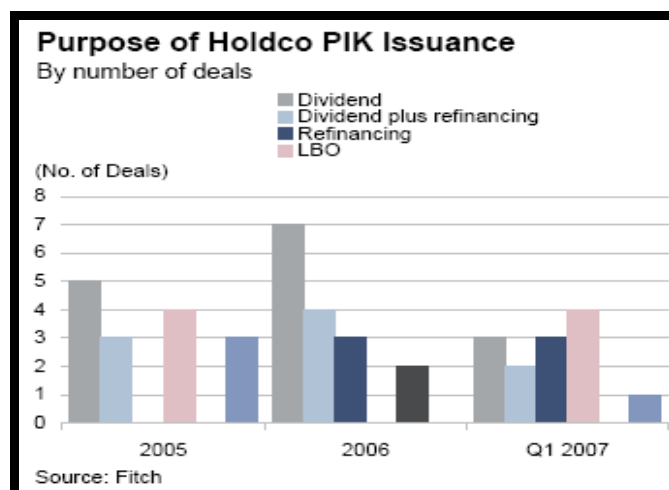
rendere questo strumento temporalmente subordinato a finanziamenti situati più in alto nella scala di *seniority*, ha lasciato spazio in transazioni più recenti a *maturity* più corte, anche quinquennali. Questa evoluzione può ovviamente originare un aumento del rischio per i creditori *senior* che si possono tutelare imponendo la segregazione formale della *holding company* dal resto della struttura e imponendo stringenti limiti a eventuali flussi di cassa della società operative verso la *holdco*. Sul fronte della leva addizionale portata da questi strumenti si registra una forte dispersione con un *range* tra 0,2x e 3x.

Il *deal* più importante è stato messo a segno nel quarto trimestre del 2006 dalla società telefonica italiana *WIND* per un importo di € 1,670 miliardi, finalizzato a un rifinanziamento di un precedente *PIK* di € 555 milioni e all'acquisto della quota di minoranza ancora in capo ad *ENEL*: un'operazione di taglia superiore al *second lien* di € 700 milioni sempre di *Wind* e al mezzanino di €1 miliardo di Casema.

Mentre in passato gli strumenti di debito *PIK* venivano prevalentemente emessi a tasso fisso, le emissioni più recenti sono prevalentemente a tasso variabile, in linea con la prevalenza sul mercato di strumenti flessibili rimborsabili anticipatamente. Il *pricing* è molto competitivo soprattutto in confronto con altri strumenti subordinati, tipo mezzanini con *warrant* o senza. Ciò ha portato in molti casi a rifinanziamenti di vecchie strutture. (cfr. grafico)



Usati inizialmente per distribuire dividendi o rimborsare finanziamenti soci, i *PIK* hanno man mano allargato il loro campo d'azione e sono diventati parte integrante, ai livelli più bassi della subordinazione o *quasi-equity*, di varie strutture finalizzate ad acquisizioni ad alta leva. (cfr. grafico)



Questa evoluzione si è accompagnata ad una modifica del tradizionale rapporto che esiste, nell'ambito di una struttura di finanziamento, tra la *holding company*, livello dove viene emesso il *PIK*, e le società operative cui invece fa capo il debito *senior*: in alcune recenti operazioni il rapporto tra la *holdco* e il *senior borrower* assume la formula di prestito *intercompany* il che attribuisce alla prima delle prerogative, in situazioni di insolvenza, sicuramente superiori ai precedenti diritti acquisiti in qualità di semplice azionista. Ne risulta un aumento del rischio e, come nel caso dei prestiti di secondo grado, l'*intercreditor agreement* è fondamentale per dirimere eventuali controversie tra diverse classi di finanziatori.

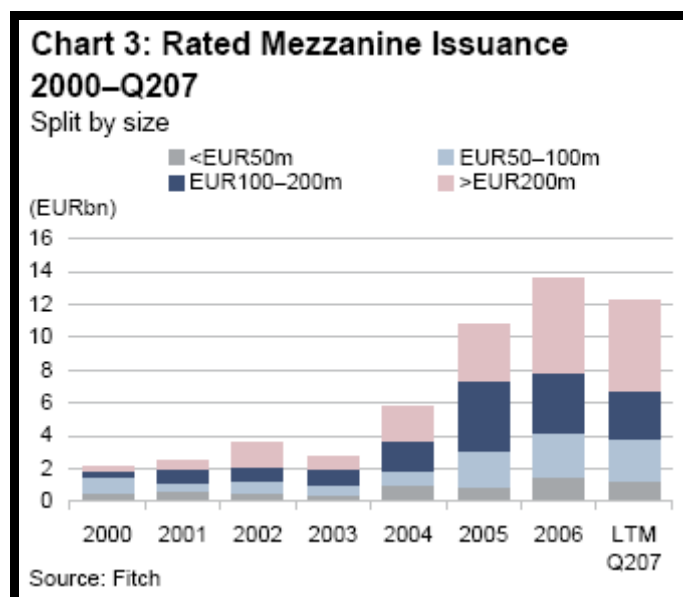
Per concludere, l'uso crescente di *PIK* potrebbe anche essere interpretato anche come un cambiamento di filosofia da parte degli operatori di *private equity*, tentati, in un ambiente particolarmente favorevole, di ridurre l'impegno di mezzi propri attingendo in maggior misura a strumenti *quasi-equity*. Da un punto di vista statistico tale ipotesi non trova conferme.

Debito mezzanino

Il debito mezzanino è uno strumento finanziario che si colloca in una posizione intermedia, in termini di rischio e di costo, tra il debito *senior* e l'*equity*: abbina una componente di debito subordinato, generalmente un vero e proprio prestito emesso mediante ricorso alla tecnica del *private placement*, al cosiddetto *equity kicker*, di norma un *warrant* o una opzione *call* che consente al finanziatore di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore di mercato del capitale di rischio dell'impresa finanziata. I vantaggi offerti da questo strumento sono risultati particolarmente significativi ed evidenti nei casi di acquisizioni finanziate con elevati livelli di leva finanziaria, tanto da divenire un elemento presente in tutte le operazioni di *LBO* con tagli variabili da €10 milioni a €1 miliardo¹.

I fondi di *private equity* lo apprezzano particolarmente per le modalità di collocamento tempestive e riservate, che vedono coinvolti operatori diversi che svariano dai fondi *hedge* a *boutique* specializzate, per la struttura del rendimento pagabile parte in contanti, parte in natura, per le penali di estinzione anticipata inferiori a quanto prevedono le obbligazioni, in media il 2% per il primo anno e 1,40% nel secondo. I finanziatori sono attirati dal rendimento di gran lunga superiore al *senior debt* e dall'insieme delle clausole contrattuali molto stringenti: alcune emissioni, il 3% del totale, prevedono *covenant* pressoché uguali a quanto previsto per le *tranche senior*, mentre il restante 97% incorpora clausole assimilabili alle *senior* eccezion fatta per un *haircut* medio del 10,9% .

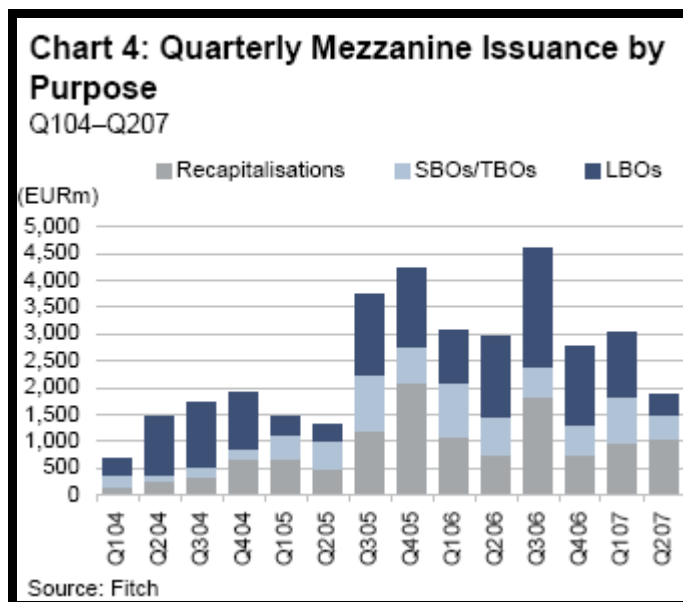
¹ Operazione Casema. Operatore TV via cavo olandese, CINVEN E WARBURG PINCUS, Euribor +9.50%, NOV. 2006



Nel 2006 il segmento ha fatto registrare volumi complessivi record pari a € 13,4 miliardi (€ 11,88 miliardi senza *warrant*), pressoché quintuplicati rispetto al 2003. Nei dodici mesi al giugno 2007 (cfr. grafico sopra) il mercato europeo del mezzanine *financing* è stato caratterizzato da due *trend*: da una parte, una erosione di volumi nel segmento €100-200 milioni ad opera di finanziamenti *senior* e *second lien*, dall'altra un aumento della polarizzazione per taglio di emissione, con emissioni record per *jumbo mezzanine* (superiori a € 200 milioni). In sostanziale tenuta il segmento *small*. Le *tranche jumbo* hanno registrato volumi pari a pari a € 5,6 miliardi, circa il 46% del totale. Per le emissioni sino a € 50 milioni, il dato per il periodo di riferimento è di € 1,3 miliardi, a un soffio dal record del 2006 (€ 1,6 miliardi). Il segmento 100-200, nello stesso periodo, si è ridimensionato invece al 23% del totale, dal 40% del 2005 e 27% del 2006.

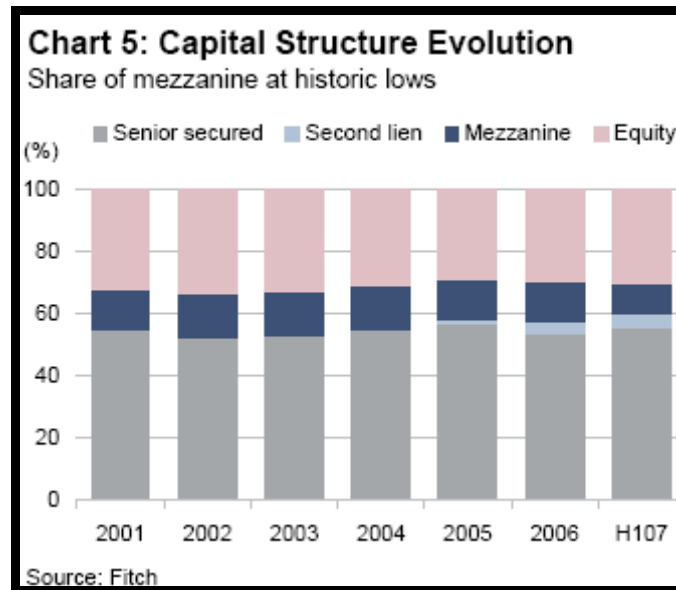
Per quanto riguarda una'analisi per finalità, va rilevato che il cosiddetto *recycled* mezzanine, ossia finanziamenti destinati a recapitalizzazioni o *secondary* e *tertiary buyout*, ha continuato a rappresentare nella prima metà del 2007 una quota consistente del mercato, 68%, con una quota dell'82% nel solo secondo trimestre, contro una media del 57% nel periodo gennaio

2004/giugno 2007. Per contro i nuovi *LBO*, sicuramente un dato più rappresentativo della crescita organica del mercato, hanno assorbito appena € 352 milioni nel secondo trimestre 2007, contro €6,1 miliardi nel 2006 e €3,7 miliardi nel 2005. Il grafico che segue illustra chiaramente i *trend* descritti.



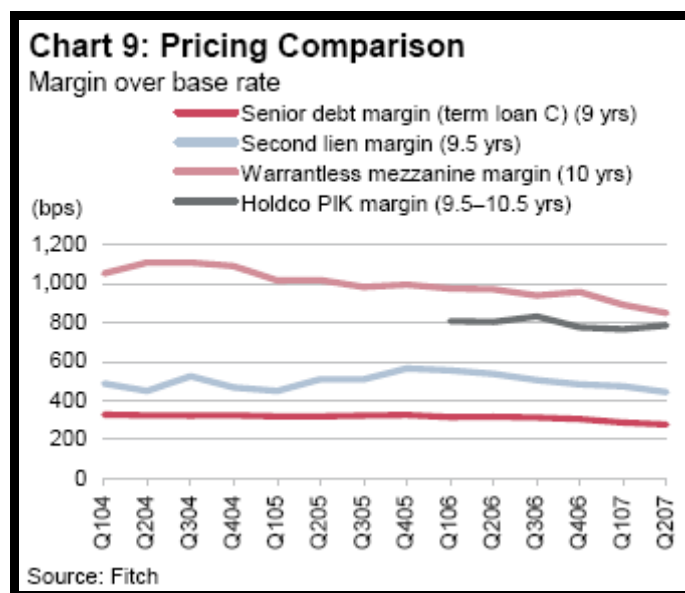
Riguardo i livelli di leva, di riflesso a una evoluzione positiva dei flussi di cassa e a un mercato particolarmente ricettivo si registra nella prima metà del 2007 una persistenza di strutture molto aggressive, soprattutto per i *recycled LBO*, con rapporti su margine operativo lordo intorno a 6,5x contro una media di 5,3x all'origine e del 6,1% nel 2006. I rapporti di copertura segnano un ridimensionamento calando in media da 2,4x del 2006 a 2,2x

Nello stesso periodo la percentuale di mezzanino nell'ambito di una tipica struttura di finanziamento di un *LBO* è pari al 9,9% del valore di impresa totale, un minimo storico rispetto al 14,6% del 2004. Come si ricava dal grafico che segue, la proporzione di debito con *senior priority* è al 60% del totale: una ripresa del mezzanino comporterebbe un incremento della leva finanziaria.



Come detto, questi finanziamenti garantiscono rendimenti di tutto rilievo: a ridosso della crisi dell'estate del 2007, lo *spread* medio per i finanziamenti senza *warrant* (circa il 90% del totale contro il 56% del 2003), era pari complessivamente a 8,93 punti percentuali, 3,79% per la parte *cash*, il livello trimestrale più basso mai toccato, e 5,14% per la componente *PIK*. Questo allentamento delle condizioni applicate si è manifestato soprattutto per le *tranche* superiori ai € 100 milioni interessate da consistenti *reverse flex*: a fronte di una leva in salita a 7,3x (5x nel 2003), la cedola complessiva si è attestata su 8,5 punti percentuali (11,7% nel 2003). Anche per le *tranche* sino a € 50 milioni si evidenzia una pressione al ribasso sui margini (8,6% *cash pay* + *PIK* contro 10,2 nel 2003) pur in un contesto di rapporti di leva con tassi di crescita più contenuti (5,4x contro 4,8x del 2003). Nel 2003, l'87% dei mezzanini senza *warrant* garantiva *spread* superiori a 1.000 punti base, contro il 12,9% dei primi nove mesi del 2007.

Lo squilibrio venutosi a creare tra domanda e offerta nel mercato dei finanziamenti mezzanini si è accompagnato ad una pressione competitiva molto forte da parte di altri strumenti finanziari.



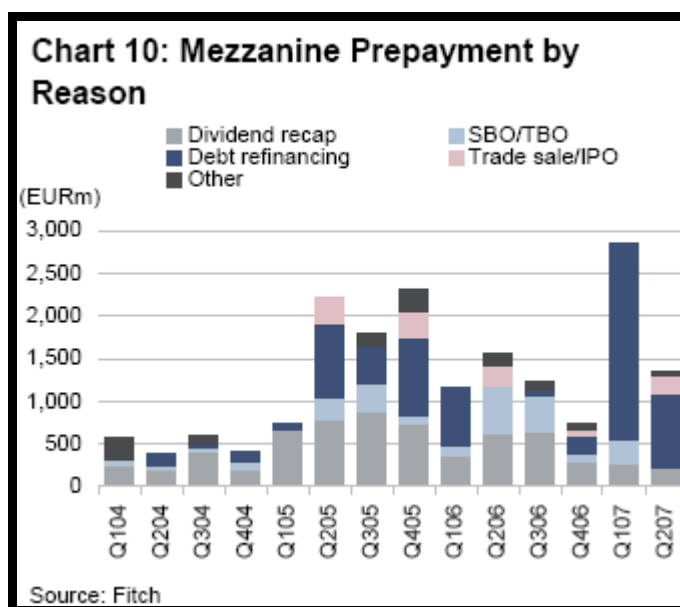
Il grafico mostra chiaramente questo *trend*: i prestiti *second lien* hanno toccato i livelli di prezzo più bassi dal loro ingresso sul mercato, e gli *Holdco PIK*, spinti da una forte domanda da parte degli *hedge fund*, hanno registrato margini medi addirittura inferiori al mezzanino, noncuranti assolutamente della loro strutturale subordinazione.

Per quanto riguarda la diversificazione geografica, Germania Francia e Regno Unito rimangono i paesi *leader* rappresentando, nel 2006, il 59% del mercato: una quota che, comunque, segna un calo di fronte all'avanzata di altri paesi al 41% rispetto al 20% del 2000. L'Italia è all'8%.

Nella prima metà del 2007 hanno fatto la loro apparizione sul mercato europeo, importati dagli Stati Uniti, alcuni prestiti mezzanini cosiddetti *PIK toggle*, nei quali all'emittente, in situazioni di tensioni di liquidità o di calo dei flussi di cassa, viene data facoltà di tramutare anche la parte di remunerazione in contanti in una struttura *PIK*, spesso con margine *step-up*, assimilando dunque il mezzanino ad uno strumento *payment in kind tout court*. Si tratta di configurazioni tipicamente e specificamente indirizzate agli *hedge fund* in quanto i tradizionali investitori del segmento, per quanto avvezzi a strutture

payment in kind, sono soliti usare veicoli che necessitano di flussi in entrata *cash* per servire le loro passività di lungo termine.

Nel corso degli ultimi anni (cfr. grafico) l'attività di rifinanziamento ha determinato un progressivo e significativo aumento dei rimborsi anticipati di mezzanino.



Sin dai primi passi del mercato europeo dei finanziamenti ad alta leva, il mezzanino *financing* ha rappresentato uno strumento molto popolare di debito subordinato. In anni più recenti e, soprattutto nel 2006, sono emerse altre opzioni che hanno posto e pongono una seria minaccia competitiva: dalla tabella che segue si ricavano i diversi ritmi di crescita.

Table 1: European Junior Debt: Growth Rates

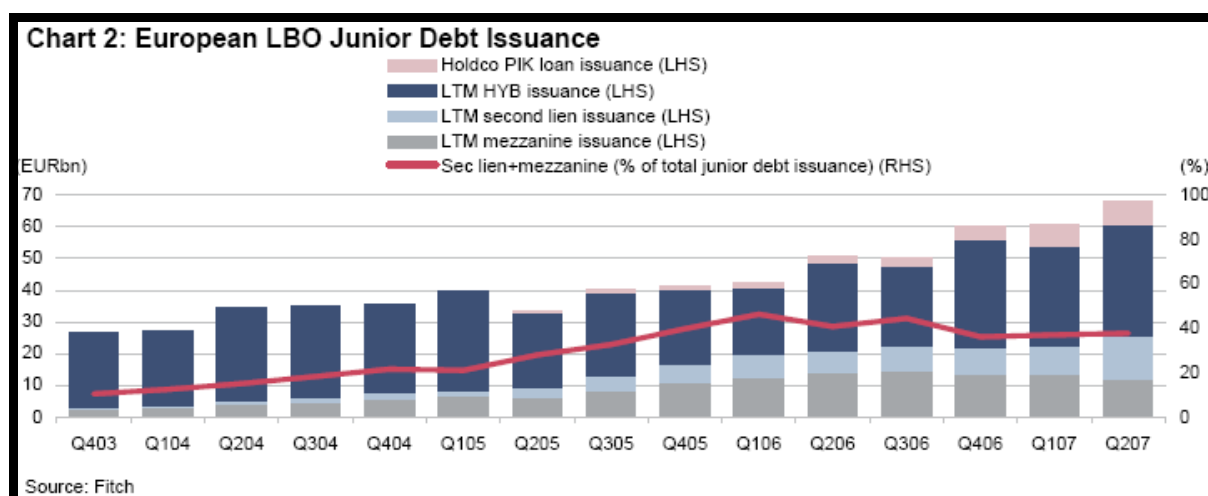
(%)	Second Lien	Mezzanine	High-yield ^a
2004	–	114.0	16.3
2005	204.9	86.0	-16.2
2006	47.2	24.4	47.3
H107	165.2	-19.0	2.8
CAGR 2004-LTM H107	120.7	34.4	9.2

^a Excluding CLN/LPN issuance related to banking & finance
Source: Fitch

Il *pricing* molto competitivo delle *tranche second lien* ha fatto di questo strumento la prima scelta assoluta nella continua ricerca di condizioni migliori da parte degli *sponsor*: nella prima metà del 2007 è stato ampiamente usato per strutturare *LBO* di qualsiasi dimensione trovando spazio anche nelle transazioni nella fascia alta del mercato, spinto, non tanto da una base stabile di investitori, quanto piuttosto dagli stessi *sponsor* che vi hanno individuato la flessibilità tipica del mezzanino ad un presso migliore. Si è innestato un effetto di sostituzione, una sorta di *crowding out*, che ha trovato rare eccezioni in alcuni *deal* di taglia eccezionale o più piccoli ma con elevata percentuali di rischio.

Una sfida competitiva è stata posta anche dal debito *PIK* che in diverse transazioni è stato preferito al più tradizionale mezzanino: l'introduzione dei *PIK toggle* è stata la risposta.

Va comunque detto che in situazioni di scarsa liquidità e di aumentata avversione al rischio, è prevedibile che il mezzanino, potendo contare su una consolidata schiera di investitori specializzati, recuperi terreno rispetto a strumenti finanziari che dipendono quasi completamente da strategie ad alta leva di *CLO* e *hedge fund* finanziati prevalentemente dal sistema bancario.



Il grafico riassume quanto detto sinora, crescita di *holdco* e *second lien* con calo del mezzanino, ed evidenza anche un andamento molto sostenuto delle emissioni di obbligazioni ad alto rendimento nella strutturazione di *LBO*: è, tra l'altro, il risultato di un' aumentata attenzione da parte di *CLO*, *hedge fund* e tradizionali investitori in *HYB* per le *senior secured floating rate notes*, anche in considerazione del contesto di tassi in aumento. Si tratta di una tipologia di obbligazioni che nella scala di priorità si situano subito al di sotto delle *revolving facility* e vengono tutelate dallo stesso *security package*.

Più in generale, le obbligazioni ad alto rendimento si presentano come il rivale diretto del mezzanino nell'ambito della struttura del debito di una operazione di *LBO*: nonostante quest'ultimo, come già accennato, si presenti con un corredo di clausole contrattuali e garanzie strutturalmente e più sicuro, va detto che recenti sviluppi di mercato evidenziano un maggior rischio creditizio rispetto ai *bond*, per una serie di ragioni:

- in primo luogo, l'emittente tipico di obbligazioni si presenta come entità mediamente più grande, strutturata e, quindi, in grado di dedicare risorse adeguate in eventuali processi di ristrutturazione
- mentre il finanziamento mezzanino viene emesso prevalentemente per finanziare acquisizioni ad alta leva finanziaria, il campo d'azione delle *HYB* è molto più diversificato e gli *LBO* rappresentano una componente minoritaria, 28%, contro il 54% di emissioni corporate
- il 90% del mezzanino in circolazione presenta una leva totale di 6,2x rispetto a 5,4x per le obbligazioni
- i *dividend recap*, che hanno acquistato sempre maggior consistenza nella loro funzione di restituzione agli *sponsor* dei mezzi propri impiegati nelle transazioni, vengono prevalentemente finanziati con emissioni di *second lien* e di prestiti *senior* con struttura *bullet*: ciò determina un ulteriore aumento della subordinazione del mezzanino nell'ambito della

struttura di debito. Laddove, invece, sono presenti obbligazioni con le loro tipiche clausole contrattuali che normalmente impediscono o, quanto meno, limitano al massimo la possibilità di raccogliere fondi per questo scopo a livello di *main borrowing group*, è stato usato lo strumento *holdco PIK, junior* rispetto alle *HYB*.

In conclusione, in un contesto di insolvenze in aumento e prospettive di recupero non adeguate, i rendimenti storicamente bassi del mezzanino negli ultimi mesi rischiano di inficiare il rapporto rischio rendimento minando l'attrattività di questa *asset class*.

Anche il debito *senior* ha esercitato un effetto di spiazzamento nei confronti del mezzanino: le sempre più grandi acquisizioni ad alta leva degli ultimi anni sono state finanziate in via prevalente da prestiti *senior* sia per la crescita esponenziale di *CLO*, sia per la conseguente maggiore richiesta di *leveraged loan*, ritenuti, tra l'altro, più idonei e meno cari per il finanziamento di transazioni più importanti.

In più occasioni si è inoltre assistito al rifinanziamento di mezzanino con estensioni di *tranche B e C*.

Un dato statistico rende evidente la tendenza: mentre il taglio medio del finanziamento mezzanino è cresciuto tra il 2004 e il 2006 ad un tasso medio composto annuo del 41%, quello dei prestiti *senior* usati in Europa per finanziare *LBO* è aumentato ad un ritmo dell'80%, passando da €264 milioni a €472 milioni.

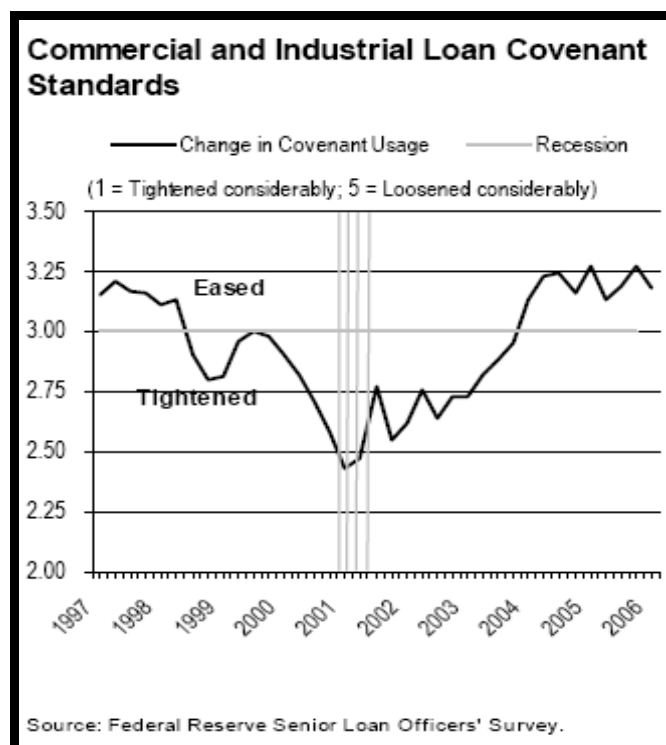
Ciò comporta che il primo ha subito un declino in termini di quota della capitalizzazione media totale: in effetti, si è passati dal 14,3% di media storica al 9,9% della prima metà del 2007.

Covenant

Uno degli aspetti strutturali più importanti in un prestito levereggiato è il pacchetto di clausole contrattuali: il loro compito è consentire il monitoraggio del comportamento del prestatore da parte dei finanziatori, in modo da allineare il comportamento dell'uno con gli interessi degli altri durante la vita del prestito.

Ciò viene realizzato attraverso una combinazione di *test* finanziari, obblighi di rimborso anticipato, restrizioni miranti ad evitare che il debitore intraprenda iniziative che possono essere deleterie per i creditori.

Negli ultimi anni, una forte domanda, abbinata a emissioni sempre più aggressive, sullo sfondo di tassi di insolvenza ai minimi e di condizioni macro e di mercato estremamente favorevoli, ha determinato, dapprima negli Stati Uniti ed a seguire in Europa, un progressivo allentamento degli *standard* creditizi applicati dalle banche e, in questo ambito, anche delle clausole contrattuali (cfr. grafico).



I *covenant*, di per sé, non cambiano sicuramente il profilo di rischio di un'azienda, ma, in combinazione con le garanzie, il *cash flow*, la conservazione della struttura di *seniority* concorrono in ultima analisi a supportare la qualità del credito. La loro diluizione, può creare un rischio strutturale ai finanziatori *senior*, esponendoli a perdite maggiori in caso di insolvenza. Ciò è tanto più importante nel caso dei prestiti ad alta leva finanziaria .

Fondamentalmente, nel mercato dei prestiti sindacati si applicano due principali gruppi di *covenant*: finanziari e non. I primi sono tipicamente legati a grandezze di bilancio, di conto economico e a relativi indici: il loro obiettivo prioritario è verificare la capacità del prestatore di servire il debito, imponendo il rispetto di determinati livelli di reddito in rapporto agli oneri finanziari (*coverage ratio*), o di debito rispetto ai flussi di cassa o patrimonio netto (*leverage ratio*).

Frequency of Covenants Occurring in Non-Investment Grade Loans													
(%)													
Category	1996-2006	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 Through May 31
Financial													
Coverage	78.1	82.6	82.8	83.8	81.0	74.1	72.1	81.7	83.0	80.4	89.8	88.1	44.3
Fixed Charge	42.5	40.6	44.1	46.1	49.6	45.7	41.3	52.9	50.5	40.2	28.4	28.5	14.8
Debt Service	8.4	14.2	7.9	8.4	9.5	9.8	5.1	2.6	2.3	3.3	3.4	3.5	1.1
Interest	50.9	54.5	51.8	58.0	56.5	53.0	47.8	46.4	51.8	52.4	46.8	42.1	29.5
Cash Interest	2.0	4.2	4.3	2.6	2.1	1.8	1.0	1.7	1.4	1.4	1.3	0.2	1.1
Leverage	72.8	71.9	75.3	77.4	74.9	68.9	67.8	72.5	78.2	78.2	68.2	69.6	51.1
Debt-to-Capitalization	9.2	15.5	11.3	9.3	9.0	12.5	8.3	8.7	7.0	7.3	7.3	5.4	1.1
Debt-to-Cash Flow	60.4	51.3	60.0	67.0	66.2	57.6	56.1	56.8	65.0	67.8	57.0	59.9	44.3
Senior Debt-to-Cash Flow	19.5	13.5	12.7	18.1	26.9	18.9	20.8	23.2	28.6	23.5	14.8	13.9	14.8
Debt-to-Tangible Net Worth	3.8	8.1	6.1	4.3	4.0	5.2	3.2	4.1	2.3	2.7	0.8	1.0	0.0
Debt-to-Equity	0.3	0.6	0.2	0.0	0.0	0.6	0.3	0.3	0.0	0.2	0.0	0.6	0.0
Other	29.8	46.5	43.9	37.3	33.0	36.0	31.1	35.9	24.0	17.1	11.2	11.9	2.3
Current Ratio	5.1	12.3	8.4	6.0	5.3	4.3	4.5	4.3	2.7	3.9	1.8	3.2	0.0
Tangible Net Worth	10.5	17.7	14.5	10.3	12.9	13.7	11.5	15.1	8.3	5.3	2.9	3.2	1.1
Net Worth	18.6	24.8	26.2	24.4	17.4	19.8	16.7	17.7	14.1	8.6	6.8	5.7	0.0
Maximum Loan-to-Value	0.2	0.0	0.0	0.2	0.6	0.0	0.3	0.0	0.2	0.2	0.5	0.0	1.1
Non-Financial													
Sweeps	64.7	53.9	56.8	66.4	68.6	63.1	63.1	66.4	70.0	69.2	64.3	70.0	70.5
Excess Cash Flow	36.4	26.8	31.2	36.2	38.8	33.5	28.8	34.8	37.3	43.9	44.8	44.8	56.8
Asset Sales	58.7	50.0	53.2	62.9	64.6	60.1	58.3	60.9	66.3	63.9	47.9	57.9	44.3
Debt Issuance	44.1	30.3	38.2	48.1	49.3	43.0	41.7	47.5	53.2	49.8	38.3	46.0	40.9
Equity Issuance	39.9	28.7	35.3	42.7	46.2	38.1	43.6	47.0	52.6	43.3	29.4	31.9	21.6
Dividend Restrictions	88.5	91.6	93.2	90.7	90.2	88.1	90.7	89.9	93.2	87.1	77.8	80.7	59.1
% of Excess Cash Flow	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.5	0.0	0.0
% of Net Income	0.5	2.9	1.4	0.0	0.0	0.0	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Material Restriction	87.9	88.1	91.9	90.7	90.2	88.1	90.1	89.6	93.0	87.1	77.1	80.7	59.1
Voting Requirements	89.8	90.6	91.6	92.0	93.1	94.2	91.7	93.9	96.3	88.8	70.6	85.1	59.1
Required Lenders	89.0	90.0	90.3	90.9	92.9	92.4	91.0	93.6	95.0	88.6	69.8	84.7	59.1
Term Changes	87.8	87.4	88.0	86.9	91.0	92.7	89.7	92.5	95.2	87.3	70.8	84.7	58.0
Collateral Release	69.5	59.7	61.1	65.7	78.1	69.2	75.0	74.2	79.3	73.5	57.3	71.5	48.9

Note: Subsection totals will not equal the sum of the individual categories due to overlapping covenants. Source: LPC/Reuters.

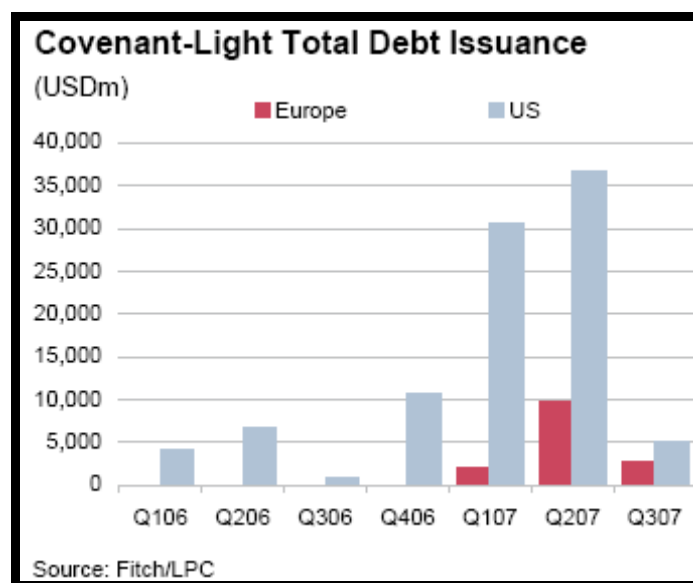
La tabella sopra riportata, elaborata sulla base di un campione *Reuters/LPC* di 4.500 prestiti ad alta leva emessi tra il gennaio 2006 e maggio 2007, per un volume complessivo di \$ 2 trilioni, e su dati relativi a 6.600 prestiti sindacati collocati negli Stati Uniti nel periodo 1996/2005 per un valore complessivo di \$ 3,9 trilioni, conferma la tendenza descritta: la frequenza di *coverage covenant* è del 44,3% del 2007, contro il 68,1% del 2006 e il 78,1% della media decennale. In particolare il rapporto di copertura degli interessi passa dal 42,1% del 2006 al 29,5% del 2007 contro una media 1996/2005 del 50,9%. In generale, le clausole relative alla leva, in media frequenti nel 72,8% dei prestiti tra il 1996 e il 2005, scendono al 69,6% del 2006 e al 51,1% del 2007. Il *debt-to cash flow ratio* passa al 44,3% del 2007, contro una media decennale del 60,4% e un dato 2006 del 59,9%. Rileva soprattutto la repentina discesa registrata tra il 2005 e il 2007, a fronte di un andamento altalenante nel restante periodo osservato.

Tra le clausole non finanziarie va sottolineata l'evoluzione abbastanza erratica delle maggioranze previste per l'approvazione di modifiche ai termini del prestito: a fronte di una media decennale di 89,8%, si rilevano tra il 2004 e il 2006 cali e recuperi intorno al 10%, per poi passare nel 2007 al 59,1% rispetto a un dato di 85,1% dell'anno precedente. Una tendenza in salita, o quanto meno stabile, viene individuata per i cosiddetti *sweeps*, cioè la liquidità derivante da *cash flow* in eccesso, da vendita di *asset* o emissione di azioni che la società deve destinare obbligatoriamente a decurtazioni anticipate del prestito: si passa da un dato decennale del 64,7% al 70% del 2007, invariato rispetto al 2006. Per finire, i limiti imposti al pagamento di dividendi : 88,7% tra il 1996 e il 2005, 80,7% nel 2006, 59,1% nel 2007.

Per valutare appieno la robustezza dei *covenant* non è sicuramente sufficiente stabilire in che misura sono presenti nei contratti che regolano i prestiti. E' necessario verificare quante di queste clausole figurano nei singoli casi: *Leverage Commentary & Data* di S & P's calcola che il prestito di primo grado in media ne preveda meno di tre nel 2006, a fronte di un *range* tra tre e

sei degli ultimi anni del decennio scorso. Soprattutto, però, rileva la loro coerenza, frutto della definizione dei termini base e gli spazi di deroga (*headroom*) concessi. Si tratta naturalmente di variabili qualitative che difficilmente si adattano a schematizzazioni statistiche, ma l'aneddotica di mercato, a conferma dello strapotere esercitato dagli *sponsor* nel periodo, riporta di eccezioni interminabili, di schemi contrattuali *standard* subiti dai finanziatori pur di partecipare al *deal*.

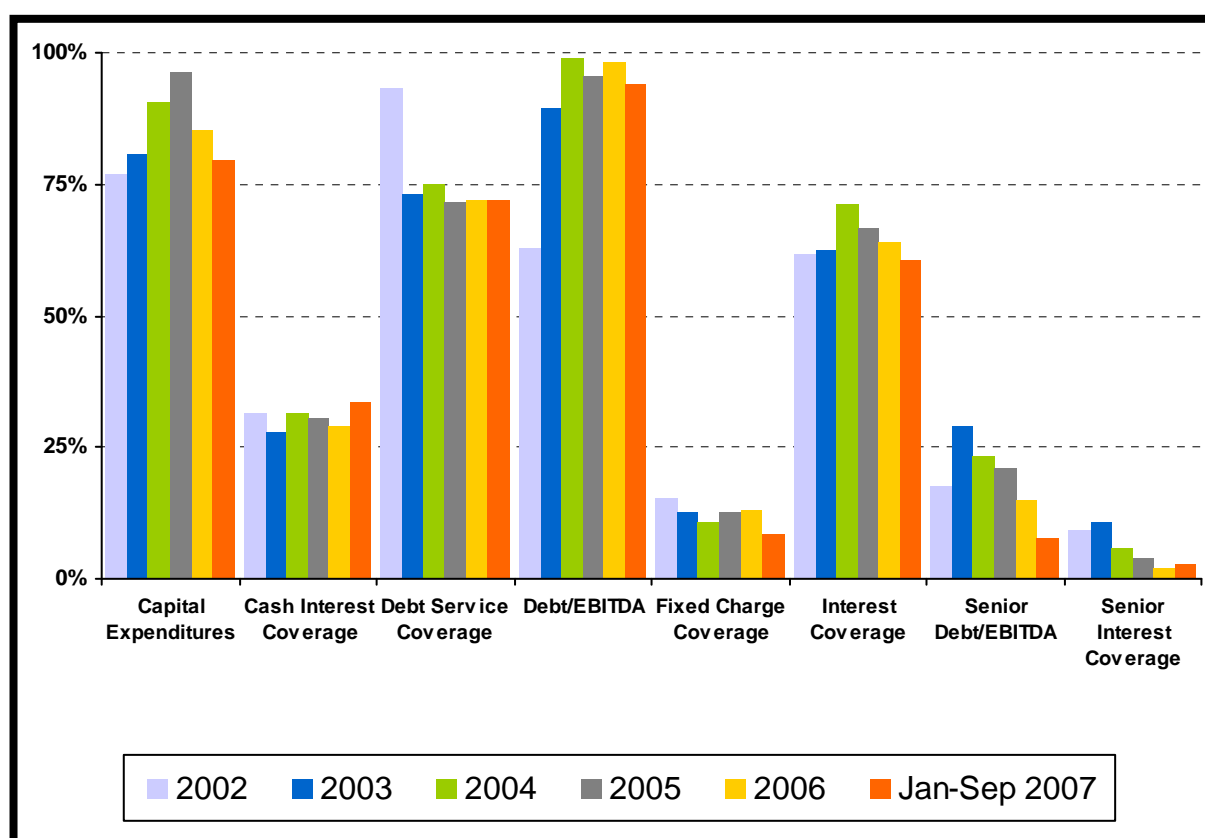
Per riassumere quanto detto sinora gli operatori del settore hanno coniato un termine "*covenant-light*" o "*cove-lite*": i primi prestiti di questo tipo fecero una fugace apparizione verso la fine degli anni '90. Nel 1997/98 arrivarono a rappresentare il 6% del totale delle emissioni, per sparire rapidamente a seguito della crisi asiatica e il *credit crunch* che ne seguì.



Il grafico evidenzia l'emissione di prestiti *cove-lite* negli ultimi trimestri. I primi hanno visto la luce all'inizio del 2006 negli Stati Uniti: nel secondo trimestre del 2007 sono stati collocati prestiti di questo tipo per \$ 36,8 miliardi (\$ 72,6 miliardi nel primo semestre) con una forte decelerazione a \$ 5 miliardi nel terzo trimestre, concentrati nel mese di luglio, contro un dato complessivo

per l'anno precedente di \$ 22,6 miliardi. Rappresentano il 15% del totale. Sono state portate a termine operazioni *cove-lite* anche con *tranche* di *second lien* e *payment-in-kind toggle*.

In Europa, mutuati dagli Stati Uniti, nei primi nove mesi del 2007 ne sono stati emessi per € 11,3 miliardi, concentrati prevalentemente in giurisdizioni che sono considerate “*creditor-friendly*”, cioè Regno Unito, Olanda e Germania. Riguardo la distribuzione per settori si sono distinte imprese operanti nella chimica, trasporti, imballaggio e *container*. Poter effettuare un paragone tra le due realtà non è semplice per i diversi *standard* riscontrabili: comunque, sulla base di dati *Standard & Poor's* (cfr. grafico¹), si può dire che le strutture prevalenti sul vecchio continente, retaggio del ruolo particolarmente importante svolto dalle banche nel sistema finanziario, sono di gran lunga più prudenti con una incidenza più elevata di due parametri chiave, la copertura degli interessi e il rapporto debito/*cash flow* (*ebitda*).



¹ “*financial covenant: utilisation by covenant type*”, S&P’s, *European Leveraged Loan review*, 3Q07

In entrambe le realtà, comunque, questi strumenti sono stati usati in misura prevalente per finanziare operazioni di *LBO* favoriti dal ruolo crescente svolto nel mercato dai *CLO* and *hedge fund* che, seguendo logiche e priorità diverse rispetto a un investitore tradizionale, basano le loro scelte su *risk premium* e *rating* piuttosto che garanzie contrattuali. Per le *tranche* più grandi che trovano spazio nel secondario e nei derivati, l'effetto segnaletico proprio delle verifiche periodiche viene demandato al mercato.

In breve, un prestito *cove-lite* non presenta le consuete clausole finanziarie di *maintenance* che danno diritto al creditore, di norma con cadenza temporale di tre o sei mesi, di monitorare l'andamento della impresa finanziata attraverso la verifica di alcuni parametri finanziari, di indebitamento e di copertura. Tipicamente i *covenant* sono fondati su ipotesi di miglioramento di tale rapporti nel corso del tempo e quindi tendono al *deleveraging* della struttura finanziaria del debitore. La verifica del mancato rispetto delle clausole, il cosiddetto *default* tecnico, può avere, a seconda dei casi, diverse conseguenze:

- i creditori, su pagamento di una penale o di un inasprimento delle condizioni applicate e nella convinzione che la criticità riscontrata sia temporaneo, possono accordare delle modifiche alle clausole o non considerare la violazione laddove il debitore dimostri di aver già predisposto gli opportuni correttivi
- i creditori possono dichiarare un evento di *default* ed escutere le garanzie
- se le criticità emerse vengono interpretate come un segnale di una menomata capacità finanziaria di lungo termine, si può anche procedere alla liquidazione della società o a un processo di ristrutturazione

L'assenza di questi controlli periodici può determinare una situazione in cui il deterioramento delle attività del debitore emerge soltanto in presenza di un

mancato pagamento, quando può essere anche inutile e tardivo qualsiasi intervento di rifocalizzazione finanziaria e operativa.

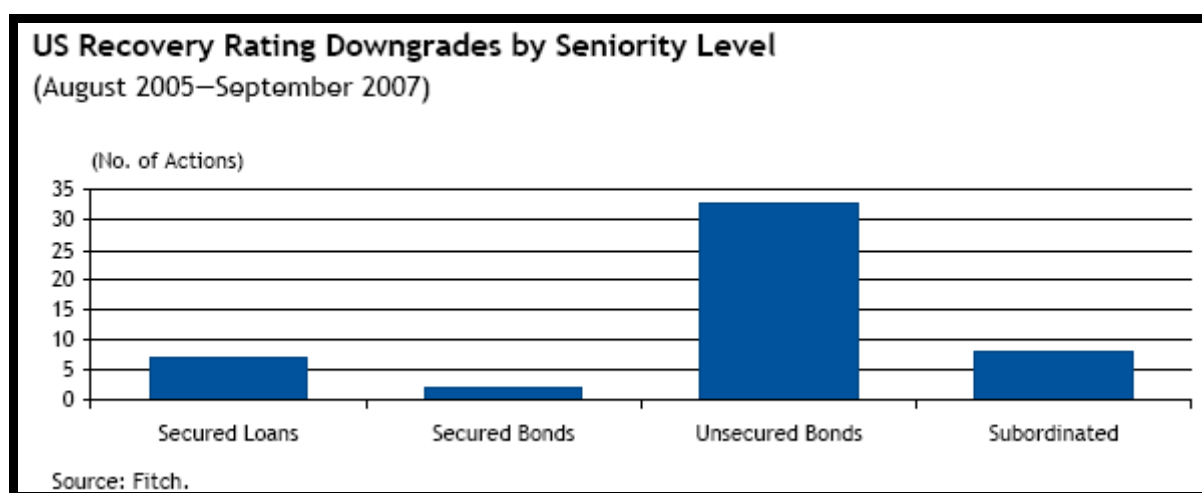
Sostanzialmente i *cove-lite* rappresentano una convergenza della struttura contrattuale di obbligazioni e prestiti bancari, che trova per altro riscontro nel venir meno della rigida separazione tra i due tipi di operatori: anch'essi infatti, come i *bond*, prevedono clausole di evenienza che forniscono un certo grado di protezione rispetto a strategie di espansione finanziate col debito, pur conservando al debitore ampi margini discrezionali.

Se, in un'ottica di adattamento al mutare delle condizioni in un lungo arco di tempo, una maggiore flessibilità contrattuale è giustificabile per le obbligazioni, strumenti con scadenze più lunghe, difficilmente emendabili e molto costose da rifinanziarie o non rifinanziabili affatto, per i più flessibili prestiti un allentamento dei *covenant* può essere soltanto il frutto di uno sbilanciamento dei rapporti di forza tra emittenti e finanziatori. Uno squilibrio tale da portare alla ideazione di nuove formule contrattuali, quali, ad esempio, i cosiddetti "*equity cure*": in breve la possibilità concessa al debitore di *curare* una violazione con una iniezione di *equity*, finalizzata non ad un rimborso del debito ma, per esempio, a spese in conto capitale. In sostanza, lo *sponsor* prenegozia un contributo di nuovo capitale senza l'approvazione dei creditori.

Anche se tendenze ben definite non sono ancora emerse, si può provare comunque a tracciare un *identikit* degli emittenti sin qui segnalati:

- una forte *leadership* nel settore di appartenenza contraddistinto da notevoli barriere all'entrata o da buone prospettive di crescita;
- un *team* manageriale con un solido *track record* di *performance* operativa, supportato da *sponsor* consolidati;
- una intrinseca stabilità finanziaria riconducibile sia alle dimensioni del *deal* che alla presenza di attività alienabili;
- flessibilità finanziaria con adeguata capacità di accesso al mercato.

Considerato quanto detto è interessante verificare l’impatto che queste strutture hanno sui *rating*: anzitutto, secondo dati di *Fitch/LPC* il 64% e l’86% dei *cove-lite* USA ed europei registrano una valutazione di B, con i restanti prestiti su gradini più bassi. E’ stato calcolato¹ che *interest e leverage covenant* riescono in media a preservare rispettivamente il 20% e il 25% del valore d’impresa, calcolato applicando un moltiplicatore di mercato prudente al margine operativo lordo: tra il momento in cui la violazione della clausola contrattuale avrebbe fatto intervenire i creditori e il momento di *stress*, le attività dell’impresa perdono valore nelle misure sopra indicate. Inoltre, il potenziale protettivo delle clausole sembra beneficiare in misura superiore il valore di recupero dei creditori non garantiti rispetto ai *senior*, in virtù della loro subordinazione nella scala di *seniority*. Quegli stessi creditori, soprattutto obbligazionisti, che a seguito della crescente emissione di prestiti, in termini sia assoluti che relativi, sono stati degradati nell’ambito della struttura finanziaria: inadeguatamente protetti da pacchetti di clausole formulati in epoche precedenti all’ultima ondata di *leveraged buyout*, hanno subito perdite consistenti per effetto dell’aumentata leva dei loro debitori. Ne è conseguita una percentuale di *downgrading* di *recovery rating* assolutamente non proporzionata al peso ricoperto (cfr. grafico)



¹ “Stock of covenant-weak loans could affect recovery rates” *Fitch Ratings*, NOV 2007

Prima di concludere un breve accenno alle implicazioni che il nuovo regime regolamentare di Basilea II ha per le clausole econtrattuali.

I *covenant*, sia nei documenti¹ ufficiali sia in alcuni lavori² più specifici, hanno un impatto nella stima della esposizione al momento del *default* (*EAD*) e, di conseguenza, sulla perdita attesa dell'operazione. Questo, di fatto, comporta un'influenza diretta sul livello di rischio associato ad ogni operazione, e, quindi, sul prezzo ad essa assegnato in termini di *spread*. Solo le banche che adotteranno l'approccio sui *rating* interni di tipo avanzato potranno, però, calcolare il requisito di capitale tenendo conto dell'efficienza dei *covenant* nella stima della *EAD*. Nelle recenti istruzioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia, l'effettiva stima dell'apporto dei *covenant* al calcolo della *EAD* viene lasciato alle singole banche, prevedendo solo alcune caratteristiche oggettive riguardo all'efficacia delle singole clausole contrattuali e alla struttura organizzativa del controllo. Solamente in un recente *working paper* del Comitato di Basilea vengono evidenziati alcuni fattori che possono essere usati per stimare il valore dell'esposizione al momento dell'insolvenza. La stima viene effettuata non direttamente sulla *EAD*, ma sulla percentuale di credito ancora disponibile che si presume venga utilizzato al momento del *default*, cioè sul fattore di conversione creditizia (*credit conversion factor* - *CCF*).

Tra il *CCF* e il merito di credito dell'azienda è stata evidenziata una correlazione diretta³, in quanto le banche sono più propense ad inserire dei *covenant* in prestiti ad imprese che presentano valori elevati di PD per proteggersi in maniera più efficiente da un possibile degrado della qualità del credito. Mentre è ragionevole supporre che *covenant* informativi e finanziari siano in grado di modificare la stima della sola *EAD*, non si può negare che *covenant* restrittivi e negativi possano avere un'incidenza anche sulla probabilità di *default*. Infatti, vincolare la politica aziendale di una impresa può

¹ Basel Committee on Banking Supervision, 2005a

² Basel Committee on Banking Supervision, 2005b

³ Araten and M.Jacobs "Exposure at Default: Estimation for Wholesale Exposures", 2001

modificare, anche in maniera sensibile, la variabilità del valore dell'attivo e, quindi, la sua rischiosità complessiva.

Per concludere, la correzione intervenuta sul mercato del credito nell'estate del 2007 ha messo a nudo la strutturale debolezza di alcune transazioni ed ha riequilibrato il rapporto tra finanziatori e *sponsor*: uno squilibrio particolarmente evidente negli impegni presi da molte banche prima della crisi estiva in riferimento a transazioni di *LBO* annunciate e non concluse. Le lettere di impegno sottoscritte, a differenza del passato quando si poneva grande attenzione alla facoltà di ritiro in particolari condizioni e si stabilivano con estrema precisione clausole contrattuali e modalità di *pricing*, presentavano una serie di gravi lacune¹:

- *market out*: si tratta di una clausola che consente al finanziatore di ritirare il proprio impegno nel caso in cui, nelle more della formalizzazione della transazione, si verifichi un mutamento delle condizioni di mercato tale da rendere difficile la successiva sindacazione. Ad iniziare dal 2004, tale clausola è stata gradualmente eliminata dalle lettere di concedibilità delle linee di credito;
- *material adverse charge*: una clausola di norma usata per garantire il promesso finanziatore dall'imprevisto ed improvviso deteriorarsi delle condizioni economico-finanziarie della società *target*. In molte delle lettere di impegno sottoscritte nei primi mesi del 2007 non è formulata una definizione precisa di *MAC*, facendosi invece riferimento per lo più a quella prevista nell'accordo di acquisizione nel quale si stabilisce l'obbligo di chiudere comunque l'affare, anche in presenza di un peggioramento che interessi non solo la società da acquistare ma anche l'intero settore o il contresto economico generale;

¹ “*LBO Bridge financings: hard commitments, hard choices, and cheap options, Covenant Review, AUG 2007*”

- *market flex*: la possibilità per la banca di adeguare le condizioni economiche del finanziamento a intervenuti mutamenti nelle condizioni di mercato si limita a dettagli marginali;
- durata dell'impegno: in passato limitata a 6/9 mesi, sia per la volontà dei finanziatori di non trovarsi esposti e negative evoluzioni per un arco di tempo troppo lungo, sia per la minore complessità che caratterizzava le transazioni, presenta termini che vanno ben oltre l'anno
- composizione del sindacato: le ultime versioni di lettere di impegno presentano un allegato in cui lo *sponsor*, a sua grande discrezione, elenca le controparti, una sorta di lista nera, che non vuole coinvolte nel sindacato, per lo più investitori che vengono considerati troppo determinati nell'esigere il rispetto dei contratti;
- *covenant*: in molte lettere di impegno c'è un generico richiamo a "precedenti condizioni favorevoli allo *sponsor*".

3.2 EVOLUZIONE DEL DEBT PACKAGE E RAPPRESENTAZIONE DI UNA STRUTTURA TIPO

In questo capitolo ci proponiamo di analizzare la evoluzione della struttura finanziaria delle operazioni di acquisizione ad alta leva: pur con tutti i limiti e le restrizioni che la riservatezza tipica del settore impone, siamo riusciti, attraverso varie fonti, a costruire un campione di transazioni realizzate in un arco di tempo che si estende dal 1985 al 2006. Per distribuzione geografica, settoriale e dimensionale riteniamo che si tratti di un campione abbastanza rappresentativo della realtà in esame. Un'analisi delle acquisizioni nel loro complesso ci ha inoltre consentito di individuare una operazione che per caratteristiche possa essere addotta come struttura tipo. Per comodità di consultazione aggregiamo le tabelle nella parte finale del capitolo.

Nella costruzione del campione abbiamo innanzitutto selezionato i 50 più importanti *buyout fund* in Europa e negli Stati Uniti: considerato che questo tipo di operazioni ha assunto la configurazione di un vero e proprio segmento della finanza dal 1985, ci siamo basati su una classifica stilata da una rivista specializzata nel 1997, esattamente a metà del periodo di riferimento. Attingendo alla banca dati di un sito specializzato, *Capital IQ*, siamo giunti ad individuare un sottogruppo relativo a cinque primarie società di *private equity*.

Questo sito fornisce dettagli sulle transazioni, acquirenti, venditori, *target company*, volumi della transazioni e, in alcuni casi e non per tutti, dati contabili, tipo margine operativo lordo. Due altre fonti, *LPC/Dealscan* e *Bureau Van Dyke's Amadeus* data base, ci hanno consentito invece di trovare dati ed informazioni sugli strumenti finanziari usati.

Come si ricava dalla **tabella n. 1**, ne è scaturito un campione composto da 153 operazioni, 78 negli Stati Uniti, 72 in Europa e 3 nel resto del mondo. Nel

vecchio continente, un ruolo predominante spetta alla Germania con 18 transazioni, seguita in ordine di importanza da Regno Unito, Olanda e Francia. Per quanto concerne il settore di attività il gruppo più nutrito è attivo nel settore della ristorazione, seguito da chimica, prodotti di consumo, automobili, sanità. Si rileva una adeguata diversificazione per periodo e tipologia di operazione: il 16% del campione è rappresentato da operazioni su società quotate successivamente delistate, mentre il 50% si riferisce a privatizzazioni o *buyout* di divisioni e rami di azienda. Nel 13% dei casi, *secondary buyout*, i venditori erano fondi di *private equity* mentre il 31% è composto di *club deal*. Si tratta, dunque, di una base di dati abbastanza diversificata sulla base delle diverse variabili.

Gli operatori di *private equity* possono realizzare operazioni principalmente secondo tre modalità: in primo luogo, il fondo può individuare l'azienda obiettivo e avviare una transazione su base esclusiva con il potenziale venditore. Si tratta in realtà di un appoggio ormai abbastanza desueto e circoscritto ad affari di dimensioni più piccole. La seconda modalità, la più diffusa ai nostri giorni, consiste in una sorta di asta tra vari operatori, o, addirittura cordate di operatori, sovente coordinata e regolata da una banca d'affari. In queste operazioni molto spesso il *private equity* è presente sia in veste di compratore che di venditore. Il terzo tipo consiste di *public-to-private transactions*: un fondo lancia una scalata ad un'impresa quotata. Elemento molto importante in queste circostanze è ottenere la collaborazione degli amministratori della società *target* chiamati a fornire informazioni dettagliate che consentano ai potenziali compratori una adeguata *due diligence*: ovviamente, in queste situazioni la società aggredita cerca di estrarre il massimo ritorno possibile dall'offerente o dagli offerenti laddove si materializza una competizione al rilancio. Spetta, in ultima analisi, ai soci della *target* decidere di accettare o meno le offerte.

Viene costituita una società *ad hoc* sponsorizzata dal fondo che si approvvigiona dei mezzi finanziari necessari a completare il *deal*: l'*equity* viene immesso dal fondo, mentre banche ed investitori istituzionali forniscono il debito. La fonte primaria di debito è rappresentato dal mercato dei prestiti sindacati, mentre le obbligazioni, comportando la redazione di un prospetto e il superamento di diversi ostacoli regolamentari, rappresentano una modalità non altrettanto veloce e, quindi, una quota inferiore. Il loro uso è circoscritto per lo più al mercato statunitense.

Nella **tabella 2** viene riportata un esempio di una recente transazione, 2005, che rappresenta effettivamente una struttura tipica in quanto perfettamente in linea con i dati che andremo ad analizzare successivamente. La società, attiva nel settore chimico, è stata acquistata da un fondo inglese per un valore di impresa di £ 773,5: la provvista consta di £ 191 milioni di mezzi propri e £ 582,5 milioni di debito. Si tratta dunque di un rapporto iniziale, 75% debito e 25% *equity*, che è esattamente la media osservata nel campione. I finanziamenti sono articolati in *senior* e subordinato: il primo conta tre *term loan* di importo pressoché equivalente, ma con scadenze differenziate.

Il *Term loan A* ha una durata di 7 anni con struttura *amortizing*, mentre *Term loan B* e *Term loan C*, erogate in sterline e euro, si presentano con una struttura *bullet*.

Fanno da corollario una facilitazione *revolving* per finanziare il circolante e una *capex facility* destinata, dunque, a spese in conto capitale.

Più in basso nella scala di *seniority* troviamo una *tranche second lien* per £ 75 milioni e un mezzanino per £ 97,5 milioni. All'epoca della chiusura della transazione la linea *second lien* rappresentava una novità per il mercato europeo: negli anni seguenti si è affermata sempre più tanto da rappresentare un tratto comune in quasi tutte le operazioni di *buyout*.

Gli analisti parlano, addirittura, di un effetto sostituzione nel senso che questa nuova linea di credito avrebbe scalzato e spinto in basso nella scala di subordinazione il più vecchio e sperimentato mezzanino.

Riepilogando:

- il debito *senior*, pari a £ 410 milioni, equivale al 53% dell'intero *enterprise value* e al 70,3% dei mezzi di terzi;
- le linee di credito *amortizing* sono pari al 51,85% del debito *senior* mentre le *tranche* cosiddette istituzionali rappresentano il restante 48%;
- in rapporto al margine operativo lordo di £ 95,9 , il multiplo del prezzo di acquisto è pari a 8,1x;
- i mezzi propri corrispondono a 2x l'*EBITDA*;
- il debito complessivo esprime un multiplo di 6,1x sull'*EBITDA* e il debito *senior* di 4,3x.

Le linee *senior* presentano durata crescente, da 7 a 9 anni, e margini sul *Libor* che vanno dal 2,25% al 3%: questa subordinazione di ordine temporale riflette l'ordine di priorità, in quanto i prestiti B e C vengono a maturazione soltanto dopo la scadenza del *Term Loan A*. Il diverso *pricing* è finalizzato a compensare il diverso grado di rischio, di durata e di rimborso.

La progressione descritta viene rispettata anche a livello di debito subordinato, in quanto il *second lien* si presenta con una durata di 9,5 anni e un margine del 5%, mentre il mezzanino, a 10 anni, origina un rendimento *cash* del 4,5% al quale si accompagna una remunerazione *payment in kind* con un margine del 5%. *Revolving and capex facility* hanno durata settennale e tasso pari al *Term Loan A*.

Ottenere dati sui *buyout* realizzati da fondi di *private equity* è impresa ardua in quanto le fonti principali sono le agenzie di *rating* le quali, tuttavia, non sono

titolate a pubblicare i dati relativi ai singoli *deal*. Al fine di effettuare una verifica incrociata sulla sostenibilità di quanto esposto, proponiamo con la **tabella 3** dati sul mercato dei *buyout* nel suo complesso, tratti da fonti¹ diverse. Si rileva che nel 2005, il multiplo medio del debito *senior* (totale) su *ebitda* era lievemente superiore a 4x (5,3x) per il totale delle transazione europee e il dato medio di debito in rapporto al valore di impresa era di 64,1%. La nostra struttura tipica appare dunque lievemente più aggressiva.

La tabella 3 fornisce informazioni significative perchè abbraccia un arco di tempo che ricomprende un periodo di crisi, intorno al 2001 e allo scoppio della bolla *internet*, ed uno di forte ripresa, a partire dal 2003 al 2006. Questo andamento si riflette nel numero delle transazioni concluse che segnano rialzi esponenziali sia in Europa che negli *USA* proprio a partire dal 2003, anno di svolta anche per i listini azionari a livello mondiale: per quest'ultimo mercato, vista la serie storica più lunga, è possibile anche individuare un *trend* decrescente che ha caratterizzato gli anni tra il 1999 e il 2002 con un dimezzamento delle operazioni concluse. Per quanto riguarda la composizione delle fonti si conferma un contributo di mezzi propri oscillante intorno al 30%, con picchi del 40% e del 38,6%, rispettivamente per il mercato americano e quello europeo, nei suindicati periodi di crisi: un dato che si può valutare sia con una maggiore ritrosia dei finanziatori a intervenire in congiunture infelici, sia con l'intenzione degli *sponsor* di approfittare di valutazioni basse con maggior impegno diretto. Dal 2003 si evidenzia una progressiva diminuzione della componente *equity*. Se si esaminano le altre due variabili, ossia il multiplo su *ebitda* del prezzo di acquisizione e del debito totale, si rileva fondamentalmente lo stesso *trend* per i due mercati: dapprima una discesa dagli alti livelli segnati verso la fine del secolo scorso e, successivamente, dal 2003 in poi, una graduale ripresa fino ai livelli del 2006, in passato mai toccati, 8,9x e 8,4x per il costo del *deal* in Europa e USA, e, rispettivamente, 5,5x e 5,1x

¹ S&P, *Leveraged Buyout Review*

per la leva. In riferimento al debito subordinato è possibile indicare un contributo medio annuo pari ad una annualità di margine operativo lordo.

La tabella non evidenzia il dato relativo agli *spread* applicati alle linee di credito, ma in altra parte del presente lavoro è descritto come questi, pur in presenza di un aumento del debito e quindi della rischiosità e aggressività delle strutture proposte, siano rimasti fondamentalmente costanti in linea con l'andamento dei tassi di mercato.

La **tabella 4** riporta i dati relativi alle dimensioni delle operazioni comprese nel campione: vengono dettagliate tre grandezze, valore di impresa, fatturato e margine operativo lordo. Per quanto concerne l'*enterprise value*, si rileva un valore medio per la generalità delle transazioni pari a \$ 1.082 milioni, con i valori più importanti riferiti al sottogruppo di *public-to-private*, quasi il doppio. Trattasi comunque di un dato in qualche misura distorto dalla presenza di un affare particolarmente importante, circa dieci volte il valore medio. I *club deal* rappresentano circa un terzo delle osservazioni complessive con valori di un 50% superiori ai *single-fund deal*.

Nella **tabella 5** vengono riportati i dati del nostro campione riferiti alle molteplici fonti di debito: i prestiti rappresentano in media l'81,3% dei mezzi di terzi impiegati, con una media di 3,8 *tranche* per *deal*. Il debito *senior* rappresenta più della metà (52%) del totale con il subordinato ad appena il 4,7%, e la *revolving credit facility* al 24,6%. Un'altra fonte di finanza è rappresentata dalle obbligazioni che nel campione generale contano per il 13,6%. Anche se in minor misura vengono evidenziate passività per accollo di debiti preesistenti (2,1%), e *vendor loans* (1,7%). La distinzione tra Stati Uniti ed Europa è notevole: nel primo caso si fa un uso di gran lunga maggiore di obbligazioni (il 23,6% contro il 3,3%) con una conseguente minore esposizione verso il sistema bancario (73,6% contro 89%) mentre per quanto riguarda i prestiti le strutture europee presentano una media di 4,7 *tranche* contro 2,9. In Europa appare anche molto più comune il trasferimento di debito preesistente

tra venditore ed acquirenti con una percentuale del 3,7% contro appena uno 0,7%.

La **tabella 6** fornisce uno spaccato abbastanza dettagliato della leva finanziaria insita nelle operazioni di *leveraged buyout* ricomprese nel campione: si analizza il rapporto del debito rispetto al valore d'impresa e alla redditività, totale e al netto delle linee di credito *revolving*. Si evidenzia un valore medio di debito totale pari al 75% dell'*enterprise value*, con un'aggressività maggiore (78,2%) delle operazioni *public-to-private*, mentre non si riscontrano notevoli differenze tra operazioni condotte in *pool* o singolarmente. Per quanto riguarda i *ratio* relativi ai flussi di cassa, il valore medio si attesta intorno a 6,9x con, di nuovo, maggior leva per le operazioni che portano al *delisting* di società quotate (8,3%): il dato medio più basso si registra per i *secondary buyout* (6,1x). Da un punto di vista geografico, le società *target* europee sembrano più levereggiate rispetto all'*EV* mentre appaiono più conservative rispetto al margine operativo lordo. Se si analizza, invece, la serie storica, il campione risulta coerente con i dati esposti in tabella 3 con *debt package* molto aggressivi nel periodo 1985-89, più prudenti nel decennio successivo ed una ripresa dei multipli nell'ultimo intervallo temporale considerato, 2004-06.

La **tabella 7** riporta il tasso di interesse pagato sulle varie forme di debito: lo *spread* tipico sulle facilitazioni *senior* è intorno ad una media di 264 punti base, contro gli 826 punti del subordinato. Le *revolving facility* sono prezzate a 242 punti. Il rapporto di copertura degli interessi calcolato come reciproco del *cash interest* medio su *ebitda* (0,42) è di poco superiore a 2.

La **tabella 8** documenta, invece, la velocità di rientro dal debito: in media il 5% del debito è da rimborsare entro il primo anno e il 25% entro i primi cinque.

La **tabella 9** infine presenta alcuni dati statistici sul *pricing* delle operazioni, in rapporto al margine operativo lordo e alle vendite: in primo luogo, si rilevano multipli superiori (rispettivamente 9,33x e 9,30x contro una media di

8,12x) per le transazioni *public-to-private* e indipendenti non quotate. Inoltre, i cosiddetti *club deal* sembrano contrassegnati da multipli su *ebitda* più elevati, 8,69x contro 7,80x, rispetto a affari di singoli operatori quasi a smentire i sospetti della comunità finanziaria che vedono nelle cordate di acquirenti un mezzo per abbattere la concorrenza e spuntare condizioni migliori. Su di un piano geografico, va detto che i multipli espressi negli USA, 8,79x in media, sono più elevati che in Europa, 7.59x. Come è possibile forse anche ricavare dall'aneddotica e dalle notizie giornalistiche, il campione conferma che negli ultimi anni, in particolare dal 2004, il *pricing* è stato sicuramente più aggressivo, 9,33x in media, contro 6,98x del periodo 1996/2000 e 7,59x tra il 2001 e 2003.

PARTE QUARTA

IL MERCATO SECONDARIO

4.1 *IL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO: MOTIVAZIONI, RISCHI, IMPLICAZIONI DI POLICY*

Nell'ultimo decennio il settore bancario è stato ridisegnato da due *trend* principali: il consolidamento e l'adozione di un nuovo *pattern* di intermediazione, il cosiddetto modello "*originate-to-distribute*" (*OTD*).

Iniziato negli Stati negli anni '90, il consolidamento del sistema finanziario si è ben presto esteso a tutto il mondo: a partire dal 1995 si contano circa 20.000 fusioni per un valore complessivo di € 3 trilioni, con un aumento costante e significativo della componente transnazionale. Negli ultimi dieci anni ci sono stati circa 30 *merger* che hanno visto coinvolte banche con attivi superiori a €100 miliardi. Ne sono risultati efficientamenti attraverso sinergie di scala e di scopo, ma nel contempo è aumentata la complessità delle operazioni e del *risk management*. Sono sorti problemi di concorrenza.

Il tradizionale modo di fare banca, erogare prestiti e tenerli in bilancio sino alla scadenza, ha lasciato spazio al modello *OTD* e ne è scaturito un cambiamento epocale dell'intero settore: sono in circolazione titoli *asset-*

backed, quasi inesistenti dieci anni fa, per un controvalore di circa €11 trilioni. Negli USA, dove questo processo si è sviluppato molto più velocemente, circa il 50% del portafoglio ipotecario delle banche è stato cartolarizzato.

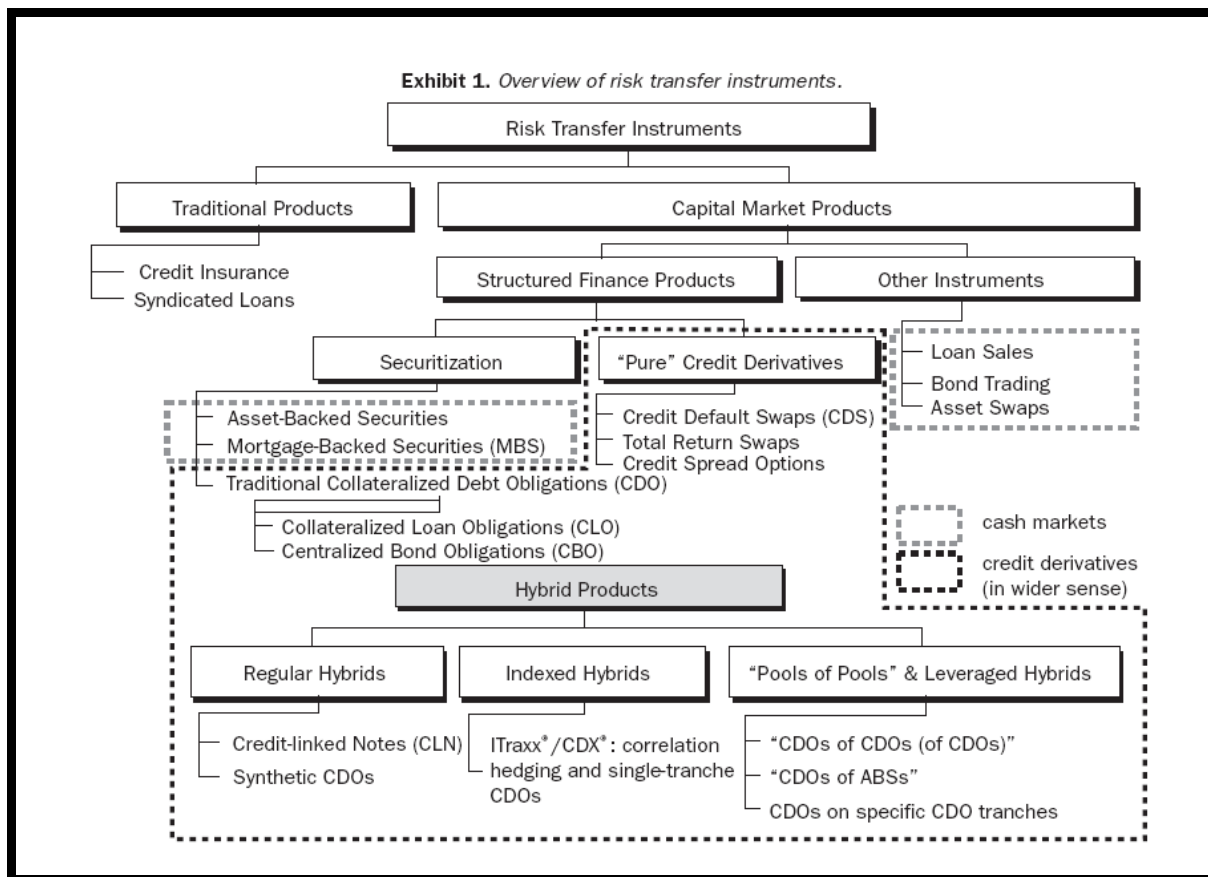
L'innovazione finanziaria ha aumentato il numero dei prodotti disponibili e sono state individuate nuove fonti di reddito: per catturare è indispensabile l'uso intensivo di tecnologia informatica sempre più sofisticata. Gli alti costi fissi che ne derivano devono essere spalmati su una base di utenti più ampia, tramite un *network* distributivo al dettaglio sempre più capillare o mediante l'acquisizione di relazioni con importanti investitori da seguire in tutto il mondo nei diversi settori di attività.

Molte barriere legali e regolamentari sono state eliminate, all'interno dei singoli paesi e a livello internazionale, e tra settori diversi del sistema finanziario. Sono emersi grandi conglomerati che agiscono su base globale, con attività che producono per lo più commissioni e si relazionano direttamente con il mercato dei capitali. Le prime dieci banche a livello mondiale vantano *asset* superiori a \$ 1 trilione, mentre nel 1995 la più grande non arrivava a \$ 500 miliardi. Il margine da interessi è sceso dal 60% al 40% del reddito totale, dal 60%. Nel 2006 le prime dieci banche hanno collocato *asset-backed securities* per un totale di \$ 240 miliardi.

Il profilo di rischio-rendimento delle banche sta cambiando rapidamente: la stabilità finanziaria dipende sempre più non soltanto dal rischio di credito, ma, soprattutto, dalla capacità di saper interagire con mercati globalizzati ed interdipendenti, in un contesto di crescente complessità.

La crisi dell'estate del 2007 è sostanzialmente una crisi del modello *OTD*: un nuovo modo di fare banca che, negli ultimi cinque anni, ha consentito a istituzioni tradizionali di espandere la propria attività a dimensioni senza precedenti, rendendo sempre più incerta la storica distinzione tra banche commerciali e *investment bank*. E' presto per dire come questa crisi inciderà sul futuro del sistema bancario mondiale ma è ragionevole prevedere che i due

motori principali della rivoluzione descritta, la cartolarizzazione e l'uso dei derivati di credito, non saranno sicuramente messi da parte: troppo importante è il loro ruolo nel mercato secondario dei prestiti.



Il diagramma¹ sopra riportato delinea schematicamente i meccanismi che l'ingegneria finanziaria ha sviluppato per il trasferimento del rischio di credito, alla base del sistema *OTD*. Le tre principali modalità che indagheremo nella presente parte sono: il mercato secondario dei prestiti in senso stretto, la cartolarizzazione, in particolare i *collateralised loan obligation (CLO)*, e i derivati di credito, in special modo i *loan-only crediti default swap (LCDS)*. In questo primo capitolo ci soffermiamo sulle motivazioni e le implicazioni che caratterizzano questo nuovo modello, partendo da una constatazione: il

¹ *The securitization conduit*, vol. 8, 2005/2006, Andreas Jobst, IMF

processo di *decision-making* nella erogazione del credito bancario ne è influenzato in profondità, in quanto la gestione del *pricing* e del rischio di liquidità trova in questi nuovi strumenti un ausilio fondamentale. Le contrattazioni sul mercato dei derivati, per volumi e spessore delle controparti, assumono un valore segnaletico fondamentale per prezzare i prestiti, riducendone contestualmente la tradizionale illiquidità. Le banche, inoltre, abbandonato il ruolo di semplici fornitori di credito, si trasformano sempre più in strutture di gestione del rischio. A questo riguardo, una efficiente allocazione del rischio diventa importante tanto quanto l'allocazione del capitale. E' lecito chiedersi, in questo contesto, se non ci si sia ormai indirizzati verso un nuovo sistema finanziario integrato in cui è necessario rivisitare le tradizionali categorie di approcci *bank-based* e *market-based*. Un sistema integrato che potrebbe fondarsi sui differenti vantaggi competitivi dei partecipanti: le banche, da un lato, con la loro superiore capacità di valutare ed originare rischio di credito e attivi rischiosi idiosincratici, esercitata grazie alla conservazione di adeguati vantaggi informativi ed idonei incentivi di monitoraggio. Dall'altra, diversi attori di mercato, con propri orizzonti temporali, strutture di *asset/liability* e appetito per il rischio, chiamati a gestire tali attivi metabolizzati e trasformati con le tecniche raffigurate dal diagramma.

Molteplici sono le motivazioni che spingono le banche a vendere, cartolarizzare o coprire le loro esposizioni creditizie: operare una gestione più efficiente del rischio di credito, migliorare la gestione del rischio di cambio e di interesse, attuare una più flessibile gestione della liquidità, operare arbitraggi sul patrimonio di vigilanza, liberare patrimonio regolamentare sviluppando risorse addizionali per la erogazione di nuovi impieghi.

Il patrimonio informativo di cui dispongono le banche, un vero e proprio vantaggio competitivo o una sorta di rendita, genera margini superiori nella originazione di prestiti, piuttosto che nella loro successiva gestione: il limite che gli accantonamenti patrimoniali impongono a tale politica creditizia spinge

gli istituti a vendere regolarmente, su base routinaria, parte del proprio portafoglio per poter procedere alla erogazione di nuovi finanziamenti. Viene ricercata la massima efficienza possibile nell'utilizzo della propria base di capitale. Nelle realtà bancocentriche, tali rendite informative sono particolarmente evidenti nel caso dei finanziamenti alle piccole e medie imprese, caratterizzati da una distribuzione di *rating* non ottimale: in questi contesti, il trasferimento del credito rappresenta lo strumento ideale per la riduzione del profilo di rischio dell'attivo.

L'accordo di Basilea II, finalizzato tra l'altro a un maggiore allineamento tra rischio sottostante e accantonamenti regolamentari, è intervenuto a modificare una stortura che ha permesso alle banche in passato di operare arbitraggi: il vecchio accordo, infatti, prevedendo una percentuale fissa di patrimonio di vigilanza rispetto all'ammontare delle attività di bilancio, induceva gli istituti a cartolarizzare i prestiti con i migliori *rating* sia perchè meno redditizi in termini di *spread*, sia per il disallineamento tra il capitale regolamentare richiesto e l'effettiva esigenza di copertura del rischio. L'introduzione di un criterio più sofisticato per il calcolo del patrimonio di vigilanza, basato sulla ponderazione per il rischio, può indurre comportamenti di senso opposto: i veicoli delle cartolarizzazioni potrebbero incorporare proporzioni elevate di prestiti con basso merito di credito. Ne risulterebbe comunque un ruolo più significativo per il cosiddetto supporto al credito (*credit enhancement*), in quanto si verrebbe a creare una divaricazione tra la qualità del portafoglio di riferimento e il *rating* previsto. Il Comitato di Basilea definisce *credit enhancement* “una previsione contrattuale in base alla quale la banca mantiene o assume una esposizione al rischio insito nella cartolarizzazione, provvedendo con ciò a fornire un certo grado di protezione alle altre parti coinvolte”. Risulta evidente, dunque, che la cartolarizzazione di per sé non libera completamente la banca da quella che viene considerata la sua tradizionale funzione di intermediazione, cioè valutare, assumere e gestire il

credito: se il tentativo di mitigare il rischio del proprio portafoglio prestiti viene realizzato in modo non equilibrato e senza tenere conto della concentrazione e della correlazione tra attivi, il vantaggio implicito della cartolarizzazione sulla tradizionale politica creditizia viene a cadere.

Il trasferimento del rischio di credito consente un efficace diversificazione della esposizione al rischio di interesse e di liquidità: nella selezione degli *asset* da distribuire la banca può migliorare la propria esposizione alla variazione dei tassi. Inoltre, la ricomposizione del portafoglio prestiti, con la conseguente riduzione del fabbisogno di capitale a copertura di eventuali perdite, permette un apprezzamento del suo valore intrinseco anche attraverso una riduzione della concentrazione degli impieghi verso singole controparti o settori di attività.

In una prospettiva di sistema, un regolare funzionamento del mercato secondario nelle sue varie forme non contribuisce soltanto alla sostenibilità del rapporto con le controparti, ma conduce anche a una maggiore disponibilità di credito a tassi più bassi sul mercato primario. Il reddito atteso dai prestiti, rapportato al costo della copertura, genera un effetto di disciplina sullo stesso processo di originazione.

Il restringersi dei margini, verificato a partire dal 1980, ha spinto molte istituzioni a potenziare, in termini di risorse e capitali, sempre più quei servizi che le pongono al centro del rapporto tra aziende e mercati finanziari: ne è derivata una crescita esponenziale della componente di reddito originata da commissioni, consentendo una crescita diversificata dell'attività senza incorrere in una riduzione dei rendimenti.

E' ragionevole ipotizzare che la maggior parte delle banche e degli investitori istituzionali, in assenza di un mercato ben funzionante che consente loro di eliminare le esposizioni al rischio di credito, non parteciperebbero come finanziatori di operazioni di *LBO*. Tuttavia, anche dopo il completamento della operazione, i meccanismi di *credit risk transfer (CRT)* possono far insorgere

vari rischi. In primo luogo, i rischi connessi alle controparti insorgono dalla possibilità che la parte che assume l'esposizione al rischio di credito della banca non riesca, per un motivo qualsiasi, a ottemperare agli obblighi contrattuali. Possono concretizzarsi poi rischi operativi se il mercato dei derivati del credito, per esempio, non riesce a funzionare in maniera adeguata in determinate condizioni oppure se, come successo nell'estate del 2007, si assiste ad una inaspettata ed improvvisa evaporazione della liquidità. Sono possibili inoltre rischi di natura giuridica dopo il fallimento di un'impresa di *LBO* se le varie parti che avevano acquisito le esposizioni all'operazione nel mercato *CRT* hanno incentivi ed obiettivi molto diversi a perseguire un processo di risoluzione della crisi di solvibilità.

Le varie controparti dei mercati secondari per il credito sono in genere interessate ad acquistare diverse tipologie di prestiti, a seconda dei profili specifici di rischio-rendimento. Pertanto, gli investitori con spiccate strategie di *buy-and-hold* e/o limiti per il livello di rischio che possono assumere, ad esempio banche, fondi pensione e compagnie di assicurazione, spesso investono nei segmenti più *senior*. D'altro canto, gli investitori che cercano di massimizzare i rendimenti sugli investimenti, come gli *hedge fund* e i gestori di grandi portafogli crediti, preferiscono le *tranche* più subordinate. Va notato, tuttavia, che il mercato dell'Unione Europea per i prestiti di *LBO*, assimilando in questo una evoluzione già sperimentata sull'altra sponda dell'Atlantico, sta progredendo rapidamente: è sempre più difficile classificare la domanda degli investitori secondo i profili di rischio-rendimento tradizionali. Nel caso in cui si concretizzino rischi connessi alle controparti, la banca potrebbe trovarsi esposta ad un rischio imprevisto. L'emergere di esposizioni a rischi inattesi potrebbe comportare una revisione degli utili attuali e passati della banca, con conseguenze avverse sulla redditività, sul patrimonio e sulle quotazioni azionarie della stessa. Per evitare scenari così avversi, le istituzioni attive nel finanziamento di *LBO* sono tenute ad accertarsi che le esposizioni creditizie

scaricate dal bilancio siano valutate in misura adeguata per riflettere possibili variazioni del contesto operativo dell'impresa *target* per l'intera durata del prestito. Inoltre, dopo che tali esposizioni sono state vendute o sottoposte a copertura, rimane di importanza fondamentale un costante monitoraggio delle attività e della solidità finanziaria sia dei prenditori che delle controparti nel mercato secondario. Molto spesso, la controparte è rappresentata da *hedge fund* in quanto questi operatori, come visto in altro capitolo, sono operatori preminenti nel mercato del credito: gli accordi quadro che regolano tali rapporti contengono sovente clausole che consentono, alla violazione di determinati parametri per lo più riferiti al *net asset value*, la possibilità per la banca di chiudere l'operazione e di rivalersi sul collaterale. Spesso le posizioni vengono regolate su base *mark-to-market*. Ciononostante, l'intensa competizione tra le cosiddette *prime-broker bank* per accaparrarsi redditizie quote di attività di *hedge fund* può vanificare la disciplina di controparte, lasciandole esposte a evoluzioni negative del mercato: talvolta si rinuncia ai margini iniziali, si accolgono in garanzia attivi *lower-grade* e dalla dubbia liquidabilità, ci si affida a tecniche di marginazione basate sul *VAR* inidonee a catturare aumenti di volatilità repentini e correlazioni tra strumenti finanziari. E' questo uno dei campi in cui maggiormente si è concentrata l'attenzione delle autorità di controllo: la prima raccomandazione espressa nel maggio 2007 dal rapporto del *Financial Stability Forum*, presieduto dal Governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi, invita i supervisori a verificare l'adeguatezza dei processi di *risk management* in uso presso i principali operatori soprattutto in riferimento ai prodotti più complessi e alla aggregazione delle esposizioni di controparte delle varie *business unit*. Vengono anche esplorate le aree in cui si rinuncia parzialmente o totalmente alla marginazione iniziale e si valutano le misure compensative di controllo messe in atto. Nel calcolo della esposizione potenziale agli *hedge fund* viene sollecitata l'adozione di ipotesi di liquidazione più brevi della scadenza contrattuale, a 5/10 giorni. Per la definizione dei limiti

massimi di rischio di controparte si privilegiano, invece, procedure di *stress-test*, da applicare auspicabilmente al totale delle esposizioni per individuare fattori di incremento e di correlazione con il portafoglio proprietario. Viene incentivata l'incorporazione di considerazioni sulla liquidità degli attivi nelle procedure di *stress test*, pur tenendo conto del valore relativo di esperienze tratte dal passato in un contesto di dinamicità estrema, come quello attuale.

Particolare attenzione merita il rischio di correlazione che si concretizza in un contestuale deterioramento del merito creditizio della controparte, della sottostante entità di riferimento o del valore delle garanzie.

Riguardo ai rischi operativi, dal momento che le tecniche di gestione dei rischi utilizzate dalle banche attive nel finanziamento di *LBO* sono caratterizzate da un ampio ricorso ai derivati sul credito, la robustezza dell'infrastruttura del mercato dei derivati diventa essenziale per assicurare il corretto funzionamento dei processi di copertura. La grande maggioranza delle transazioni in derivati avviene in mercati *over-the-counter (OTC)* dove molti degli strumenti scambiati sono irrevocabili e non standardizzati. A fronte di un marcato incremento dei volumi di scambio negli anni recenti, sono stati evidenziati problemi nell'infrastruttura del mercato *OTC* che hanno contribuito al moltiplicarsi della documentazione di supporto e a un accumulo di scambi non confermati. Tali distorsioni potrebbero creare strozzature nel sistema soprattutto in presenza di un'improvvisa impennata delle transazioni.

I rischi di natura giuridica costituiscono una insidia latente connessa alla condivisione delle esposizioni al rischio di credito derivanti dagli *LBO*, resa possibile dai meccanismi di *CRT*. Gli osservatori del mercato hanno segnalato che la risoluzione delle crisi di solvibilità dopo il fallimento di progetti di *LBO* potrebbe diventare sostanzialmente più complicata di quanto tenda ad essere in un'erogazione di prestiti con rapporto tradizionale. Al contrario di quest'ultima, infatti, dove il creditore è una banca o un gruppo di banche con una lunga storia di finanziamento della società, le controparti possono essere istituzioni che

hanno acquisito esposizioni nel mercato secondario e che possono avere preferenze, incentivi e orizzonti di investimento piuttosto diversi tra loro. Inoltre, nel caso delle transazioni *LBO* che spesso comportano elementi transfrontalieri, il fatto che il debitore e i vari creditori possano operare nel quadro di molteplici legislazioni fallimentari può ulteriormente complicare le procedure. E' ragionevole presumere che gli *hedge fund*, che hanno normalmente una struttura di finanziamento a breve termine e che di solito acquistano le *tranche* più subordinate e quindi le prime a risentire di fenomeni di insolvenza, siano più orientati ad una soluzione immediata, tipo liquidazione o fallimento *tout court*; per contro, banche, fondi pensione e società assicurative potrebbero tendere alla ristrutturazione del debito e alla continuazione della operatività.

Sotto il profilo legale la documentazione che assiste gli scambi nel *CRT* può dimostrarsi non sufficientemente robusta, possono essere confutate le facoltà di chi ha perfezionato il contratto o le modalità, soprattutto difetto di trasparenza e disclosure, con cui gli accordi sono stati conclusi.

La crisi del credito del 2007 ha portato alla ribalta il cosiddetto *warehousing risk*: si tratta, in sostanza, della sopravvenuta impossibilità per la banca di distribuire sul mercato secondario in tempi brevi e senza incorrere in penalizzazioni di prezzo i finanziamenti accordati agli *sponsor*. Ne possono derivare minusvalenze, incrementi del fabbisogno di patrimonio di vigilanza, conseguente riduzione della capacità di erogare nuovi prestiti, aumento del costo della raccolta.

Di stretta attualità sono anche il *rating risk* e il rischio di dislocazione sistemica del mercato: il primo può riferirsi alla possibile sopravvalutazione tanto delle entità di riferimento e/o delle controparti, quanto a prodotti strutturati confezionati e valutati su errate ipotesi di correlazione. Il secondo richiama possibili congiunture di estrema turbolenza sui mercati, con impossibilità di eseguire scambi.

Riguardo ai prodotti strutturati, una determinante importante della domanda di prestiti generata dalle transazioni di *LBO* è stata la cartolarizzazione di prestiti ad alto rendimento, i cosiddetti *CLO*. Gli acquirenti di tali prodotti sono spesso compagnie di assicurazioni, fondi di investimento e fondi pensione propensi a trovare attività che soddisfino il loro profilo rischio-rendimento e forniscano, nondimeno, rendimenti sufficientemente superiori a quelli sui titoli di Stato a lungo termine. Tuttavia, è stato osservato che gli elevati *rating* concessi non riescono a tener conto del fatto che, in quanto di strumenti a elevata leva finanziaria, anche i *CLO* sono soggetti a un rischio di mercato e di liquidità significativi.

Negli Stati Uniti, le obbligazioni generate dalla cartolarizzazione dei mutui ipotecari *sub-prime* sono state attivi molto diffusi da includere nell'insieme delle garanzie dei *CDO*. I prestiti originati nel quadro di transazioni di *LBO* sono materia prima per il confezionamento di *CLO*. Entrambi i tipi di strumenti di debito hanno caratteristiche che forniscono, in apparenza, elementi costitutivi ideali per tali prodotti. I finanziamenti sottostanti sono abbastanza sicuri in quanto i mutui ipotecari e i prestiti concessi a società con flussi di cassa costanti (spesso obiettivo di *LBO*) sono contratti a lungo termine che forniscono pagamenti di interessi costanti fino alla scadenza. Ciò è importante per i gestori di *CDO/CLO* dal momento che la sostituzione di obbligazioni e prestiti in crisi di solvibilità è onerosa.

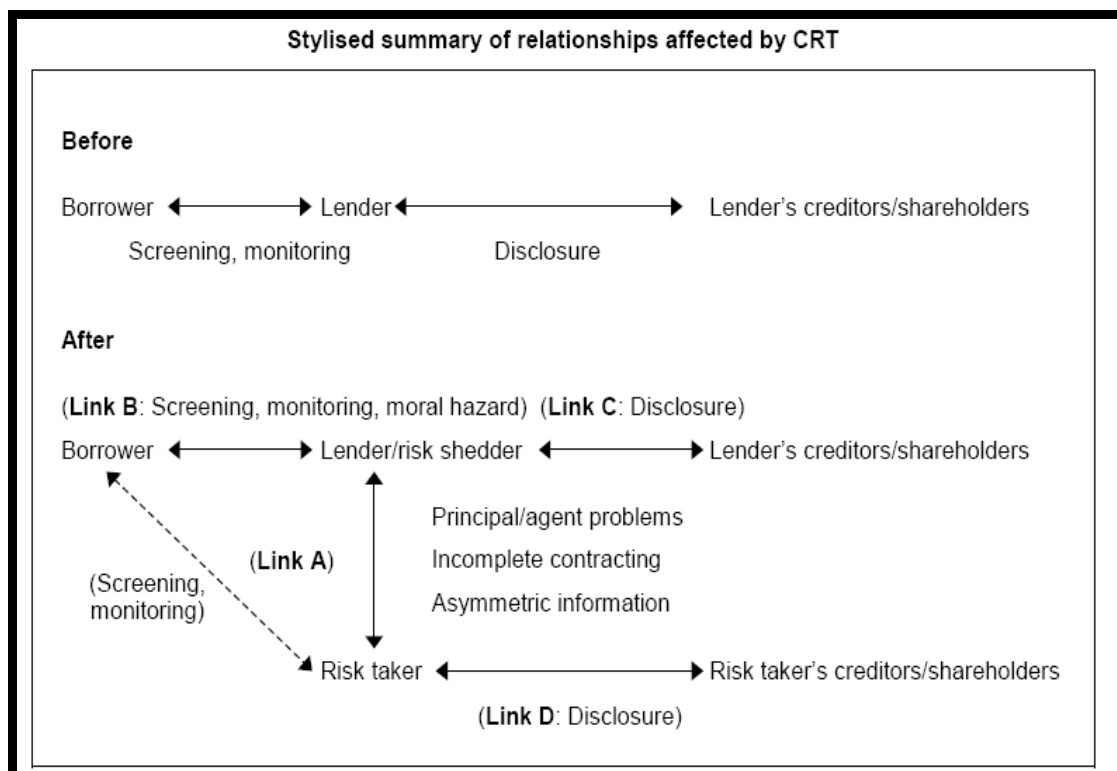
Nel corso del 2007 i mercati finanziari sono stati scossi dalle notizie di sensibile aumento delle inadempienze per i mutui ipotecari *sub-prime* concessi nel 2005 e nel 2006. I motivi alla base delle difficoltà di rimborso da parte dei prenditori sono diverse: prezzi delle abitazioni inferiori, pagamenti di interessi maggiori e ridotte possibilità di rifinanziamento. Dal momento che molte *tranche* di *CDO* non sono costantemente rapportate al mercato in ragione della illiquidità dovuta alla loro specificità, la determinazione dei prezzi di tali prodotti dipende da modelli complessi che spesso si basano su ipotesi

restrittive. A seguito di variazioni del contesto esterno non interamente considerate nei modelli, o non riflesse nelle brevi serie temporali dei dati storici utilizzati per calibrarli, gli assunti del modello sottostante il *rating*, la gestione del rischio e la determinazione dei prezzi per i mutui di qualità non primaria negli Stati Uniti sono venuti meno nel 2005 e nel 2006.

Il mercato mondiale dei prestiti ad alto rendimento, ivi compreso un ampio segmento europeo, mostra alcune analogie con il mercato statunitense dei mutui ipotecari *sub-prime*: gli elevati rapporti di leva finanziaria propri di molti *buyout* dell'ultimo periodo possono essere paragonati alle elevate percentuali di concessione dei mutui. Inoltre, la pratica della ricapitalizzazione dei dividendi, per cui i *partner* dell'*LBO* possono beneficiare della crescente valutazione di mercato delle società obiettivo, è analoga al rifinanziamento dei mutui ipotecari, che è stato un fattore importante a sostegno del mercato immobiliare statunitense. L'accesa concorrenza tra i finanziatori di *LBO* ha determinato senz'altro un allentamento degli *standard* creditizi applicati, assimilabile ai mutui con lunghi periodi di preammortamento. Sebbene si possa argomentare che alcune prassi migliorino il grado di standardizzazione del mercato, consentendo l'introduzione di indici negoziabili e strumenti di copertura come i *loan-only credit default swap*, esse potrebbero nel contempo consentire a società inefficienti di rimanere operative più a lungo del dovuto compromettendo anche gli eventuali valori di recupero.

Sussistono, senza dubbio, differenze importanti fra i due mercati: a favore dei prestiti finalizzati a *LBO* c'è senza ombra di dubbio un maggior grado di sofisticazione finanziaria, che li protegge in misura superiore rispetto a oscillazioni di mercato di breve termine. Cionondimeno, poiché molte recenti acquisizioni a leva sono state effettuate con l'aspettativa di un ulteriore incremento dei prezzi di mercato che avrebbe consentito nel breve termine operazioni di rifinanziamento, la crisi intervenuta e l'aumento dei tassi potrebbero evidenziarne l'insostenibilità e generare insolvenze.

Prima di concludere, una breve digressione merita l'intreccio di rapporti e di relazioni che si viene a creare a seguito del trasferimento del rischio di credito.



Il diagramma¹ schematizza i rapporti che originano dal trasferimento del rischio di credito tra debitori (*borrower*), finanziatori e distributori del rischio (*lender/risk shedder*), cessionari del rischio (*risk taker*), e i loro creditori e soci.

In primo luogo (*link A*), tra *risk shedder* e *risk taker* possono sorgere tre tipi di problematiche:

- asimmetria informativa: il diverso grado di conoscenza della qualità degli attivi da trasferire tra il distributore ed il cessionario viene mitigato da (i) il *rating* e le informazioni pubbliche disponibili sui debitori ceduti, (ii) il monitoraggio delle agenzie di valutazione sulla selezione del portafoglio, (iii) il mantenimento in capo al cedente delle *tranche* più

¹ *Credit Risk Transfer, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, JUNE 2003*

rischiose, (iv) il rischio reputazionale importante per future operazioni, (vi) particolari accorgimenti contrattuali soprattutto da parte delle compagnie assicurative;

- conflitti d'agenzia: a tutela della qualità del credito erogato è fondamentale che il finanziatore/cedente del rischio sia in qualche modo indotto a mantenere il monitoraggio delle esposizioni. Clausole contrattuali, mantenimento in bilancio delle *tranche* più rischiose, separazione delle funzioni aziendali preposte alla originazione e alla distribuzione rappresentano i meccanismi che il mercato ha ideato per attenuare tali criticità;
- problematiche contrattuali: diritti ed obblighi non perfettamente ed inconfutabilmente tradotti in clausole contrattuali possono generare comportamenti opportunistici da parte sia del *risk-shedder* che del *risk-taker*. Negoziazioni bilaterali possono realizzare transazioni *tailor-made*, la standardizzazione dei contratti è indispensabile per dare liquidità al mercato.

Il rapporto tra l'originatore/distributore del rischio e il debitore (*link B*) può essere influenzato anche nel caso in cui la relazione tra le parti rimane formalmente intatta, come avviene per i derivati di credito o le garanzie assicurative:

- monitoraggio: il mantenimento di una parte del rischio e l'aspetto reputazionale mitigano questa problematica, con l'ausilio di tecniche di mercato vieppiù sofisticate;
- effetto di segnalazione (*credit signalling*): la cessione di una esposizione potrebbe essere interpretata come mancanza di fiducia nei confronti del debitore, in particolare quando attuata con modalità, tipo vendita del prestito sul mercato secondario, che coinvolgono le parti originarie

(banca-cliente). Lo sviluppo del mercato dei derivati di credito, con transazioni standardizzate e più anonime, ha comunque mitigato l'importanza di questo effetto;

- rapporto con debitori in difficoltà: la protezione acquistabile sul mercato dei derivati modifica il profilo di rischio/rendimento delle diverse alternative possibili. Se da un lato è probabile una maggiore tolleranza giustificata dall'esistenza della protezione, dall'altro l'atteggiamento nei confronti di eventuali proposte di ristrutturazione può essere condizionato dal contenuto contrattuale dello strumento utilizzato o dal disallineamento delle scadenze del sottostante e della copertura.

Per finire (*link C e D*), i soci e i creditori dei *risk-shedder* e *risk-taker* vedono il profilo di rischio dei loro interessi sostanzialmente modificato dai processi di *CRT*: è essenziale uno sforzo di massima trasparenza e disclosure che evidenzia puntualmente i rischi di controparte, legali, operativi e di liquidità.

Per concludere, la recente crisi ha messo in luce la necessità di un maggior coordinamento a livello internazionale tra le autorità di controllo e di supervisione, da un lato, e istituzioni finanziarie, dall'altro; si avverte la necessità di una maggior trasparenza dei principali operatori, principalmente di quelli che non sono sottoposti a regolamentazioni. La opacità del mercato dei derivati e, in particolar modo, di strumenti sintetici strutturati di elevata complessità rappresenta una fonte di preoccupazione e di pericolo per il sistema finanziario nel suo complesso. La sofisticata interazione tra mercato fisico e dei derivati ha reso talvolta molto difficile individuare il percorso e l'allocazione di *tranche* di rischio anche di notevoli dimensioni. Omogeneità di comportamento dei diversi attori potrebbero risultare in crisi sistemiche in grado di contagiare anche l'economia reale. L'affermarsi del modello *OTD* altera i meccanismi di funzionamento del canale bancario come cinghia di trasmissione degli impulsi

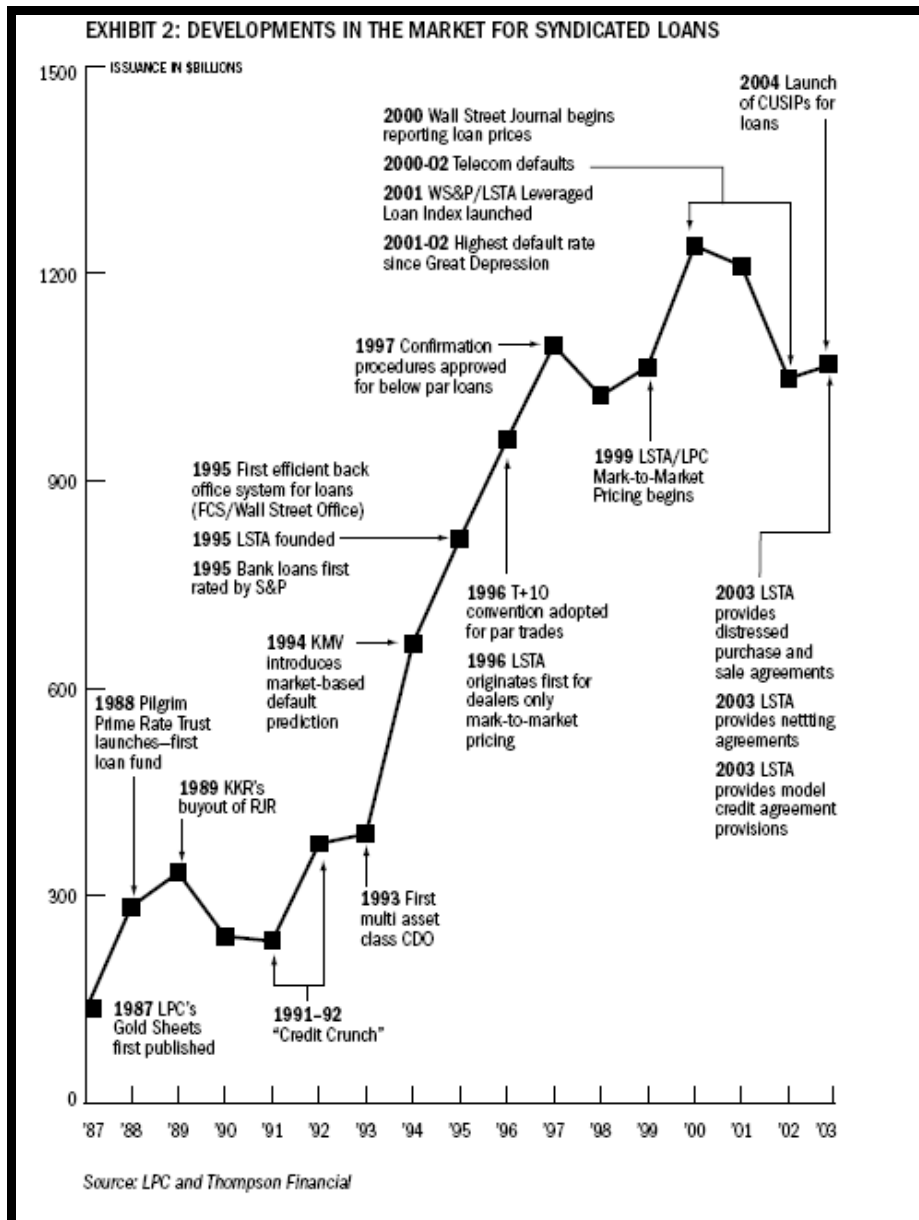
di politica monetaria, pur nella consapevolezza che il sistema nel suo complesso rimane centrale per la stabilità dei mercati.

La comunicazione delle banche centrali assume un ruolo ancor più importante: in mercati più integrati ed efficienti , le attività risentono in misura maggiore e più velocemente di variazioni dei tassi di riferimento ma eventuali errate interpretazioni possono produrre effetti devastanti sulla liquidità.

4.2 IL MERCATO SECONDARIO DEI PRESTITI AD ALTA LEVA

La compravendita di prestiti risale agli anni '80: utilizzata inizialmente dalle banche che avevano bisogno di ridurre la concentrazione del proprio portafoglio, ha ben presto ampliato il proprio raggio d'azione con istituzioni finanziarie sempre più attive nella emissione di finanziamenti sin da principio destinati alla negoziazione sul mercato secondario. I provvedimenti adottati negli Stati Uniti nel 1989 per contrastare transazioni ad alta leva finanziaria sempre più ardite raggiunsero, da un lato, lo scopo di arginare la crescita dei *LBO*, dall'altro rappresentarono un incentivo ad usare il mercato secondario per la vendita dei prestiti. L'emanazione delle direttive di Basilea I e una serie di sviluppi (cfr. tabella) crearono per le banche l'incentivo alla dismissione di larghe porzioni di attivi per attenuare l'impatto della nuova normativa. Nei primi anni '90 iniziarono ad operare i primi *desk* specializzati nella negoziazione di prestiti presso diverse istituzioni, *BT Alex Brown*, *Bear Stearns*, *Citibank*, *Continental Bank* e *Goldman Sachs*: non si trattava di *trader*, ma per lo più di *broker* che intermediavano tra domanda ed offerta. Nel 1997 erano attivi 25 operatori e si contavano anche due *inter-dealer broker*. In dieci anni il numero è aumentato di dieci volte.

In tutto il decennio si registrò una crescita esplosiva del trasferimento di prestiti dal mercato primario al secondario. Nel 1991 sul mercato americano erano trattati prestiti per \$ 8 miliardi: nei primi nove mesi del 2007 il volume è stato di circa \$ 270 miliardi. La crescita ha interessato i vari segmenti del mercato: prestiti alla pari e *distressed* (secondo la definizione di *Standard & Poor's* quei finanziamenti che quotano sotto i 90 centesimi), *investment grade* and *leveraged*. Quest'ultima tipologia è senz'altro quella che ha registrato i tassi di crescita più elevati, rappresentando circa l'80% delle contrattazioni.



Il processo di crescita è stato accompagnato da una evoluzione della tipologia di operatori attivi, molto simile a quanto verificato sul mercato primario: ad un iniziale ruolo predominante delle banche si è andato sostituendo gradualmente un panorama molto più variegato con investitori istituzionali quali *prime fund*, *CLO*, società assicurative, *finance company*, fondi *hedge* e fondi pensione. I fondi di investimento, in particolare, consentono l'accesso a questa *asset class* da parte di investitori *retail*.

L'interesse di questi nuovi operatori è stato favorito da un affinamento degli strumenti di gestione e controllo del rischio e da alcuni sviluppi che hanno notevolmente migliorato la trasparenza e il flusso informativo: un segmento di nicchia opaco e riservato ad alcune grandi banche si è trasformato in un vero e proprio mercato con livelli di efficienza e di trasparenza accettabili, e con una pluralità di attori. La fondazione di “*Gold Sheets*” (1987), una rivista edita dalla *Loan Princig Corporation (LPC)* che fornisce informazioni ed analisi dettagliate è stata seguita, nel 1995, dalla creazione della *Loan Syndacations and Trading Association (LSTA)*, una organizzazione *no-profit* che vede riuniti operatori attivi e banche commerciali, *investment bank*, consulenti, studi legali, società di revisione. Il ruolo di questa associazione è stato di fondamentale importanza nella formulazione di documentazione contrattuale standardizzata, ma anche nella fornitura di valutazioni *mark-to-market* basate su domanda ed offerta dei *dealer*. Nel 1999 questo servizio fu assegnato in licenza alla *LPC* e, ancor oggi, il *LSTA/LPC Mark-to-Market Pricing service* rappresenta lo *standard* di mercato, raccogliendo quotidianamente le quotazioni espresse da oltre 4.400 operatori su oltre 2.000 finanziamenti. Nel 2004, *LSTA* e *Standard & Poor's* hanno introdotto una procedura per l'identificazione numerica dei prestiti, i cosiddetti *CUSIP (Committee on Uniform Securities Identification Procedures)*, che ha apportato un notevole miglioramento alla chiarezza delle comunicazioni tra operatori e ai processi di *clearing* e *settlement*.

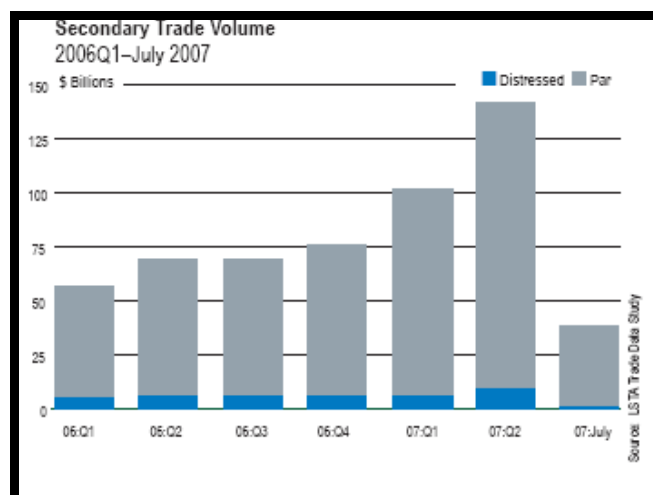
Un altro elemento importante nello sviluppo del mercato è rappresentato, a partire dal 1995, dalla valutazione del merito creditizio da parte delle agenzie di *rating*: la sola *Standard & Poor's* valuta oltre 1.200 prestiti per un controvalore complessivo di oltre \$ 900 miliardi.

Come tutti i mercati, anche quello in cui si scambiano i prestiti ad alta leva finanziaria ha un indice che ne descrive l'andamento: negli Stati Uniti

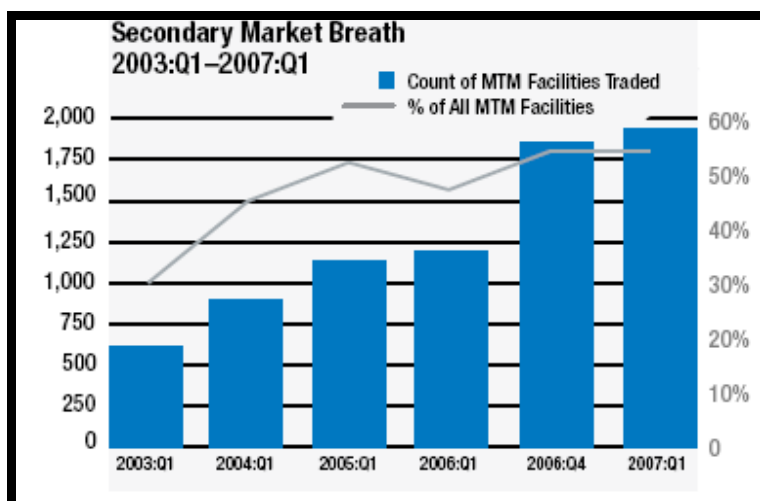
S&P e LSTA curano il Leveraged Loan Index (LLI) e in Europa l'European Leveraged Loan Index (ELLI). Si tratta di indici ponderati sull'ammontare in circolazione (con un minimo di \$ 50 milioni), total return, che abbracciano Term Loan A/B/C e second lien con uno spread minimo di 125 bp e almeno un anno di vita residua: il LLI calcola la performance giornaliera con una serie storica che parte dal 1997, mentre la controparte europea è relativamente più recente (2004). L'indice americano si basa su dati raccolti e forniti da LSTA/LPC mentre quello europeo si affida alla società Mark-It Partners. L'assenza di quotazione per un periodo di 12 settimane determina l'esclusione del singolo prestito dal paniere.

Sono rilevati anche cinque sottoindici:

- BB index: prestiti con *rating* tra BB+ e BB-
- B index: prestiti con *rating* tra B+ e B-
- *Original-Issue* BB index: finanziamenti con un *rating* all'origine tra BB+ e BB-
- *Original-Issue* B index: prestiti con un *rating* all'emissione ricompreso tra B+ e B-
- *Performance Loan Index*: tutti i prestiti eccetto quelli in stato di insolvenza

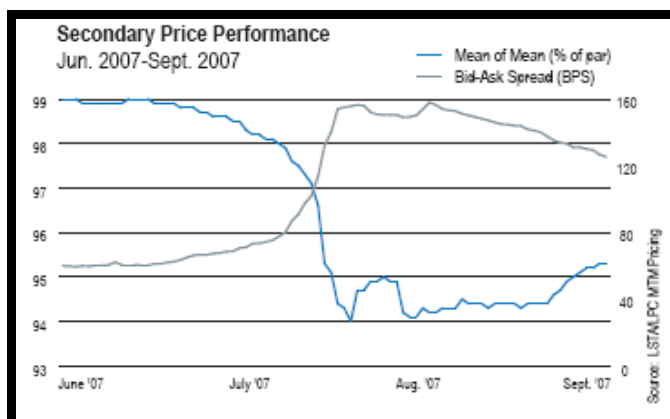


Il notevole incremento delle contrattazioni (cfr. grafico) è riconducibile anche alla riduzione del *minimum assignment size*, cioè il lotto minimo negoziabile, sceso da \$ 6,25 milioni nel 1995 a \$ 1 milione del 2004, con un'incidenza del 100% per i finanziamenti di ammontare superiore ai \$ 100 milioni: ne sono derivati un più facile accesso per *trader* ed investitori minori, nonché una diminuzione dell'importo medio degli scambi sul secondario.



Lo spessore del mercato (cfr. grafico) è aumentato notevolmente con scambi su circa 2000 prestiti, il 54% del totale monitorato da *SIFMA*: per il 30% di questi finanziamenti sono stati registrati in un trimestre oltre venti negoziazioni.

Il *bid-ask spread*, un valido *proxy* della liquidità degli scambi, si era assestato prima dell'impennata dell'estate del 2007 intorno a 70 *bp* (cfr grafico).



Per quanto concerne le modalità tecniche di trasferimento dei prestiti, gli istituti giuridici sono sostanzialmente tre.

Con la novazione (*novation*) si realizza la piena liberazione dell'*originator*, si estinguono vecchi diritti ed obbligazioni, sostituite con nuove e con un nuovo soggetto che si sostituisce al finanziatore originario.

Nel caso dei prestiti a termine usualmente l'intero ammontare è già utilizzato al momento del trasferimento, ma nelle facilitazioni rotative il creditore subentrante potrebbe trovarsi nella situazione di dover erogare ulteriore finanza nei limiti dell'accordato. Questo istituto richiede il consenso di tutte le parti del contratto (*Loan Agreement*) originario, elemento che può talvolta renderne difficile e macchinoso l'utilizzo. Per ovviare a queste difficoltà il *Loan Agreement*, compreso lo schema *standard* raccomandato dalla *Loan Market Association*, molto spesso prevede un certificato di trasferimento (*transfer certificate*) che, nel rispetto di una serie di condizioni prestabilite, consente la cessione del finanziamento con la partecipazione dell'agente, del vecchio e del nuovo creditore.

Con l'*assignment*, un finanziatore trasferisce ad un terzo tutti i diritti che gli derivano dai vari finanziamenti erogati. In relazione al contrasto tra i principi di *Common Law* ed equità, duplice è l'aspetto con il quale questo istituto può presentarsi: in riferimento ai principi che regolano il primo dei due sistemi giuridici, con il cosiddetto *legal assignment* tutti i diritti e le azioni derivanti da un prestito vengono trasferiti, inclusa la possibilità di perseguire legalmente il debitore o estinguere l'obbligazione, con la conseguenza che il cessionario subentra nella posizione giuridica del cedente. Rimangono in capo al cedente, invece, gli eventuali impegni di fornire fondi al prenditore. Il cessionario incassa gli interessi ed i rimborsi in conto capitale direttamente dall'agente amministrativo del prestito.

Tipicamente il *legal assignment* vede coinvolte nel trasferimento tutte le parti: debitore, creditore originario, agente e finanziatore subentrante. Negli

Stati Uniti il consenso del debitore può esser negato soltanto su valida motivazione, mentre in caso di *default* questo diritto viene a cadere.

L'art. 136 del *Law of Property Act* del 1925 stabilisce che la cessione deve rispettare i seguenti requisiti:

- deve essere assoluta, interessare cioè l'intero finanziamento
- deve avere forma scritta e deve essere sottoscritta dal finanziatore originario
- deve essere notificata per iscritto al debitore

Se uno solo di questi elementi viene a mancare si ha l'*equitable assignment* che differisce dal *legal assignment* sostanzialmente in quanto il cessionario vede indebolita la sua posizione contrattuale: può effettuare qualsiasi azione legale soltanto congiuntamente col cedente e rimane soggetto a tutta una serie di azioni, tra cui la principale può essere la compensazione. Per quanto riguarda il cessionario, rimane il destinatario di richieste di rinegoziazione o riscadenzamento del prestito.

L'organizzatore (*arranger*) dell'operazione incassa di norma una commissione nell'ordine di \$ 3.500, che talvolta può esser derogata in cambio dell'impegno dei contraenti di effettuare transazioni sul secondario tramite il *desk* dell'organizzatore stesso.

Il *primary assignment*, una specie di ossimoro, è una particolare forma di cessione praticata per motivi di natura fiscale da *hedge fund* e *CLO*: questi operatori sono penalizzati fiscalmente nell'acquisto di prestiti sul mercato primario e, dunque, in accordo con l'agente intervengono come cessionari in un momento secondario. Trattasi comunque effettivamente di acquisti sul mercato primario.

L'istituto della *sub-participation* viene invece impiegato per le cessioni di un credito mediante un accordo di provvista senza rivalsa: il subentrante (*participant*) deposita presso il creditore originario una somma di denaro pari al totale o una parte del finanziamento sottostante, con l'intesa che le somme saranno rese alla condizione e solamente allorché il cedente riceva i pagamenti dal proprio debitore. In questa fattispecie, trattandosi in effetti di un nuovo contratto tra cedente e cessionario che rispecchia le caratteristiche del prestito originario, il partecipante non subentra in alcun diritto od azione al cedente che rimane contrattualmente legato al debitore, e si assume il rischio di fallimento in via diretta del cedente e, in via indiretta, del prenditore. In quest'ultimo caso, il partecipante di norma può esercitare il diritto di surrogazione.

Quando invece del deposito in denaro, il partecipante, previa corresponsione di una commissione, sottoscrive un impegno a intervenire come garante in alcune circostanze, tipicamente in caso di *payment default*, si è in presenza di una *risk participation*, solitamente una fase propedeutica al vero e proprio trasferimento del prestito.

In letteratura sono diversi gli autori che si sono interessati del mercato secondario dei prestiti. Uno studio¹ del marzo 2006, a conferma della elevata asimmetria informativa che caratterizza questo segmento di mercato, evidenzia come i prestiti di imprese private, sprovvisti di *rating*, organizzati da *arrangers* con reputazione inferiore siano meno liquidi e vengano scambiati con *bid-ask-spread* più ampi. Inoltre, viene sottolineato il ruolo importantissimo di una comunicazione finanziaria trasparente e tempestiva per gli investitori nel mercato del debito, più attenti alle perdite che non agli utili dei prenditori: una precoce comunicazione di eventuali *deficit* influisce positivamente restringendo la forbice denaro-lettera.

¹ Regina Wittenberg Moerman, "The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt contracting: evidence from the loan secondary market", MAR. 2006

Un altro studio¹, rileva che i prestiti destinati sin da principio alla negoziazione sul secondario vengono in origine strutturati in modo da mitigare i costi di agenzia: nel 90% dei casi sono provvisti di *rating*, contengono pacchetti di clausole contrattuali più stringenti, sono di taglio maggiore.

I prestatori accettano condizioni più rigide in quanto trattasi per lo più di imprese in fase di forte crescita e con rapporti di leva finanziaria in aumento: la negoziazione del prestito consente loro di entrare in contatto con operatori estranei al circuito bancario, fonti di possibili nuovi finanziamenti. Ne beneficia positivamente in stabilità e durata anche la relazione diretta col proprio finanziatore bancario.

Altri autori², invece, hanno effettuato studi comparativi su diversi strumenti di debito: in particolare viene dimostrata l'efficienza informativa dei prestiti rispetto alle obbligazioni in prossimità del *default* dell'emittente. Se ne ricava una più sensibile funzione di monitoraggio dei primi rispetto alle seconde, sia perché la reazione meno negativa all'insolvenza conferma una maggiore capacità dei prestiti di incorporare nel loro prezzo aspettative sull'emittente, sia perché il tasso di recupero più alto conferma questa maggiore sensibilità anche nel monitoraggio successivo al *default*.

Altri³, infine, hanno studiato il rapporto tra la cessione di prestiti sul mercato secondario ed altre forme di trasferimento del rischio di credito, in particolare la cartolarizzazione: si rileva che le banche, soprattutto le più grandi, preferiscono quest'ultimo canale che consente loro una maggiore redditività, maggiore leva e minori rischi di insolvenza.

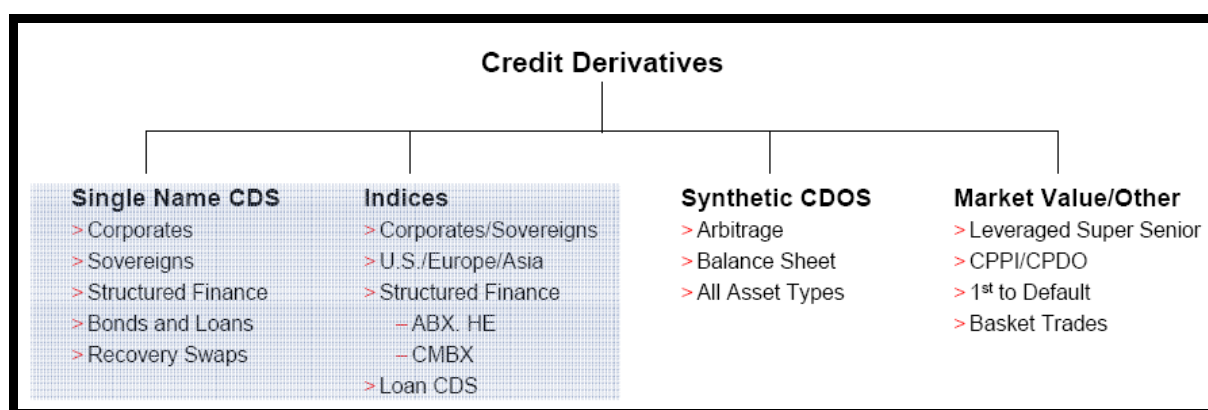
¹ E.Altman, A.Gande e A.Saunders "Informational efficiency of loans versus bonds: evidence from secondary market prices, NOV. 2003

² S.Drucker e M.Puri, "On Loan Sales, Loan Contracting, and Lending Relationship, JULY 2006

³ W.Jiangly, M.Pritsker, P.Raupach, "Banking and Securitisation" AUG. 2007

4.3 LOAN CREDIT DEFAULT SWAP

In questo capitolo ci occuperemo del trasferimento del rischio di credito attuato attraverso i *loan credit default swap (LCDS)*. Prima di passare alla trattazione specifica di questo strumento finanziario ci soffermeremo brevemente sui *credit default swap (CDS)*, la grande famiglia di cui gli strumenti di copertura sui prestiti fanno parte (cfr. diagramma).



Uno degli sviluppi più significativi intervenuti sui mercati finanziari negli anni più recenti è stata la creazione di strumenti che consentono di ridurre la concentrazione o eliminare del tutto l'esposizione ad un determinato rischio di credito: il *credit default swap* è un contratto finanziario bilaterale nel quale una parte (acquirente di protezione) paga una commissione o premio periodico, di norma trimestrale e espresso in punti base fissi sull'ammontare nozionale, contro un pagamento da effettuarsi dalla controparte (venditore di protezione) in caso di un evento di credito (*credit event*) di una terza parte (soggetto o entità di riferimento).

Tra le possibili attività finanziarie sottostanti vi sono i crediti commerciali, i prestiti bancari, le obbligazioni emesse dalle imprese, le cambiali finanziarie, i debiti dei mercati emergenti e delle autonomie locali, i titoli convertibili e le esposizioni a rischio di credito generate da altri derivati.

Nel contratto deve essere specificato il *credit event*: normalmente consiste nella dichiarazione giudiziale di insolvenza del terzo, nell'instaurazione di una procedura concorsuale nei suoi confronti, nella sua liquidazione o simili eventi (ciascuno definito come *bankruptcy event*), nel mancato pagamento di una obbligazione pecuniaria (*payment default*) o in una variazione del suo *rating* (*rerating*).

Generalmente il *credit event* si considera avvenuto soltanto quando esistono informazioni pubbliche (*publicly available information*) che descrivano come accaduto l'evento.

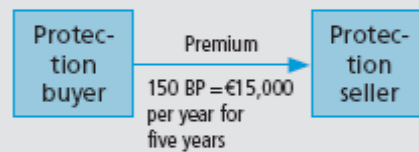
Successivamente al verificarsi dell'evento, avviene il regolamento del contratto che può essere effettuato secondo due metodi alternativi: (i) pagamento del prezzo nozionale contro consegna dell'attività di riferimento (*physical settlement* o anche *physical delivery*), (ii) pagamento della differenza tra prezzo nozionale e prezzo di mercato successivo al *default* del *reference asset*.

Quanto sin qui detto si può descrivere schematicamente come nel diagramma che segue.

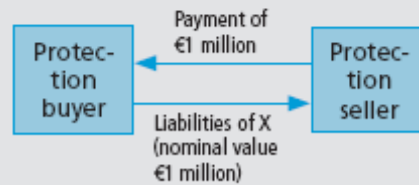
Characteristics of credit default swaps (CDS)

Example

Conclusion of a single-name CDS contract to insure €1 million in liabilities (nominal value) of enterprise X against payment of an annual premium of 150 basis points.



If a credit event occurs during that time:

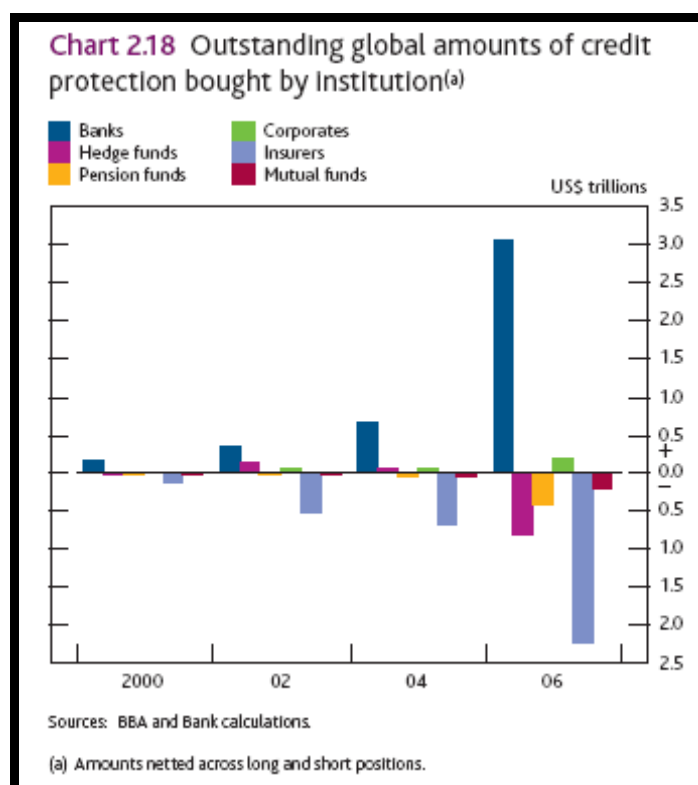


Deutsche Bundesbank

Secondo dati¹ di *Fitch Ratings*, l'ammontare complessivo di derivati di credito scambiati a fine 2006 ammontava a \$ 49,9 miliardi, con una crescita del 113% sull'anno precedente. Nel 2001, si era intorno al trilione di dollari. Nel contempo, il più ampio mercato dei derivati, che comprende strumenti di copertura su azioni, tassi di interesse e valute, passava da \$ 57 a \$ 357 trilioni.

In primo piano gli strumenti di copertura su indici che, in termini di nozionale in circolazione, hanno superato i contratti su singoli nominativi con una quota del 60%. La maturazione del mercato, abbinata alla ricerca di rendimenti maggiori in un contesto di differenziali contenuti, ha spinto gli operatori ad incrementare le posizioni su fasce di *rating speculative grade*, il 38% del totale a fine 2006, contro il 34% del 2005 e il 18% del 2003.

¹ *CDx Survey – Market volumes continue growing while new concerns emerge*, *Fitch Ratings*, JULY 2007



Il grafico evidenzia che tra i vari operatori attivi sul mercato le banche si distinguono in generale per un atteggiamento di maggiore prudenza risultando compratori netti di protezione; sul versante opposto compagnie di assicurazione, in particolare le cosiddette *monoline*, *hedge fund* e fondi pensione. Riguardo alla scadenza dei titoli di riferimento, il 55% è ricompreso in un *range* tra i 3 e i 6 anni. Per quanto concerne i settori di attività, telecomunicazioni ed automobilistico segnano i maggiori volumi, rispettivamente 20% e 16% del totale. In termini di concentrazione, i primi cinque soggetti di riferimento rappresentano il 13%, in calo dal 18% del 2005.

I motivi dello sviluppo di questo mercato sono molteplici: in primo luogo, i costi di negoziazione sono relativamente bassi rispetto a strumenti alternativi, e il crescente volume degli scambi ha determinato l'aumento della liquidità ed il restringimento degli *spread* denaro/lettera. Inoltre, questi prodotti sono particolarmente adatti per la strutturazione di strumenti finanziari sofisticati ed

innovativi. I *CDS*, inoltre, rappresentano una importante opportunità per migliorare il profilo di rischio-rendimento separando il rischio di credito dal rischio di interesse e consentendo di assumere, a prescindere dalla composizione del proprio portafoglio, posizioni lunghe o corte sul mercato. Del significato segnaletico delle contrattazioni su questo mercato già si è detto. Una delle tre principali società di *rating* mondiali, *Fitch Ratings*, ha sviluppato un modello di valutazione creditizia basato sui derivati di credito relativi a circa 2.500 emittenti in 84 paesi di tutto il mondo.

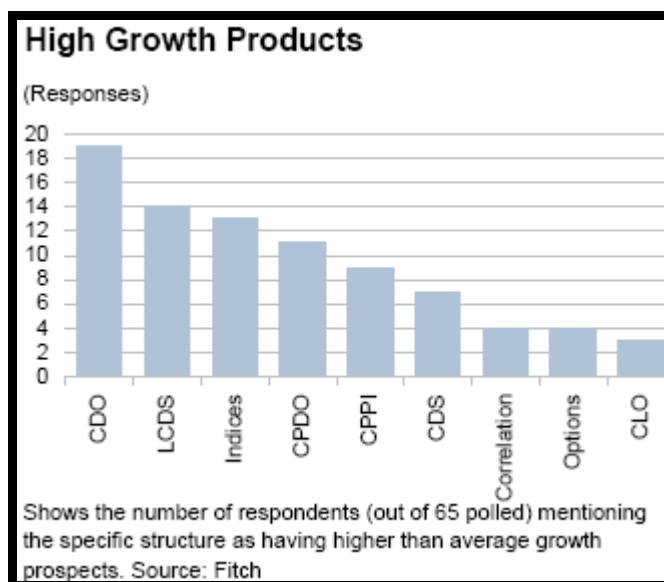
Table 4: Lead-Lag Analysis for CDS Implied Rating for Americas and Oceania				
(%)				
	IR Leads	AR Leads	Convergence	Divergence
1 Month	64.1	8.4	7.6	19.9
2 Months	58.0	12.2	12.5	17.4
3 Months	51.7	15.5	15.9	17.0

Table 5 Lead-Lag Analysis for CDS Implied Rating for Europe				
(%)				
	IR Leads	AR Leads	Convergence	Divergence
1 Month	63.6	9.2	9.2	18.0
2 Months	55.9	12.5	14.1	17.4
3 Months	52.2	14.4	17.2	16.2

Le tabelle sopra riportate evidenziano che le variazioni di *rating* effettuate dalle agenzie (*agency rating* – *AR*) sono anticipate dalle previsioni implicite nei *rating* basati su derivati (*implied rating* – *IR*): in Europa, ad esempio, su un arco temporale di tre mesi, nel 52,2% dei casi il *rating* derivato anticipa quello delle agenzie.

Un *LCDS* è sostanzialmente un *credit default swap* che ha per sottostante un prestito sindacato ad alto rendimento, del tipo di quelli usati per finanziare acquisizioni ad alta leva: secondo dati di *Markit Group*, negli Stati Uniti questo

derivato di credito ha registrato una crescita del 400% tra la prima e la seconda metà del 2006, mentre secondo *Fitch Ratings* rappresenta l'1% del più ampio mercato dei derivati di credito. Viene altresì indicato come uno dei segmenti con il maggior potenziale di crescita (cfr. grafico).



Le potenzialità sono anzitutto da ricondurre alla notevole crescita registrata dai *leveraged loan* come *asset class*: i *LCDS* consentono di prendere posizione su questi strumenti finanziari in modo sintetico, una possibilità data anche a chi non ha accesso diretto ai sindacati che li collocano o al mercato secondario. Inoltre, si prestano a strategie di arbitraggio nella struttura finanziaria, tra prestiti *senior*, da un lato, e mezzanini e *second lien*, dall'altro.

Una criticità di tutte le transazioni che avvengono su mercati non regolamentati (*OTC*) è rappresentata dalla documentazione a supporto degli scambi: la *International Swaps and Derivative Association* ha sviluppato contratti *standard* e il *Markit Group* conduce su base continuativa sondaggi (*dealer poll*) finalizzati a stabilire l'universo di prestiti sindacati ad alta leva trattati sul mercato e quindi disponibili per la consegna fisica in caso di evento.

Sul fronte del *back-office*, sono stati realizzati notevoli miglioramenti dell'infrastruttura di servizio tali da consentire ai *dealer*, pur in un contesto di scambi in rapida crescita, di produrre in tempo reale la documentazione cartacea e di quadrare le conferme, riducendo in questo modo i rischi e i costi operativi che più volte in passato sono state al centro di allarmati moniti agli operatori da parte delle autorità di vigilanza. In un rapporto¹ di “*United States Government Accountability Office*” (2007) si legge che nel settembre del 2005 si registrava un arretrato di 150.000 operazioni da confermare, corrispondenti, per una media di 15 pagine per contratto, a 2.250.000 fogli, equivalenti ad una pila alta 225 metri.

La normativa Basilea II rappresenta un altro dei motivi dello sviluppo attuale e, soprattutto, prospettico di questo particolare mercato: la possibilità per le banche di negoziare sinteticamente i prestiti ad alta leva finanziaria apre una ampia gamma di scenari di politica creditizia. Col nuovo sistema di ponderazione per il rischio, i finanziamenti a entità valutate da BB- in giù richiedono accantonamenti regolamentari pari al 150%: l'acquisto di protezione tramite un derivato che rispetti le condizioni di seguito elencate e che contempli tra i *credit event* anche la ristrutturazione, purchè effettuato con una controparte con predeterminate caratteristiche di *rating*, può neutralizzare completamente l'esposizione ai fini del calcolo dei requisiti di capitale.

Le condizioni da osservare sono le seguenti:

- il derivato su crediti deve rappresentare un'obbligazione diretta in capo al fornitore della protezione e riferirsi esplicitamente a specifiche esposizioni o a un *pool* di esposizioni, così che l'entità della copertura sia chiaramente definita ed incontrovertibile
- se si esclude il mancato pagamento da parte dell'acquirente dell'importo dovuto a fronte del contratto, la copertura deve essere irrevocabile e non

¹ *BIS Quarterly Review*, DEC. 2007

sono ammesse clausole che consentano al fornitore di annullare unilateralmente la prestazione stabilita o che aumentino il costo effettivo di quest'ultima a seguito di un deterioramento della qualità creditizia dell'esposizione garantita

- l'evento creditizio specificato dalle parti contraenti deve quantomeno contemplare (i) il mancato pagamento degli importi dovuti all'obbligazione sottostante in essere all'epoca del mancato pagamento, con un periodo di tolleranza strettamente in linea con quello previsto nella obbligazione sottostante; (ii) il fallimento, l'insolvenza o l'incapacità dell'obbligato di far fronte al proprio debito, ovvero l'inadempienza o l'ammissione scritta della sua incapacità di onorare in generale i propri debiti in scadenza; (iii) la ristrutturazione dell'obbligazione sottostante che comporti la remissione o il rinvio dei pagamenti in linea capitale, interessi o commissioni, e si configuri come evento all'origine di perdite su crediti (cancellazioni, accantonamenti specifici o altri costi da imputare al conto economico)
- il derivato non deve estinguersi prima del termine del periodo di tolleranza eventualmente richiesto per il verificarsi dell'inadempienza sull'obbligazione sottostante a seguito del mancato pagamento
- i derivati su crediti che consentono il regolamento per contante sono riconosciuti ai fini patrimoniali nella misura in cui esiste un solido processo di valutazione atto a stimare le perdite in maniera affidabile. Deve risultare chiaramente specificato il periodo entro cui si possono ottenere valutazioni dell'obbligazione sottostante dopo l'evento creditizio. Se l'obbligazione di riferimento specificata nel contratto derivato ai fini del regolamento per contante differisce dall'obbligazione sottostante si ha un disallineamento degli attivi che è ammesso (i) purchè la prima abbia rango pari o subordinato rispetto alla seconda, e (ii)

entrambe si riferiscano al medesimo obbligato e (iii) siano presenti clausole di *cross-default* o *cross-acceleration* giuridicamente opponibili

- se il regolamento prescrive il diritto o la capacità dell'acquirente della protezione di trasferire al venditore l'obbligazione sottostante, le condizioni contrattuali di quest'ultima devono stabilire che il consenso necessario a tale trasferimento non possa essere indebitamente negato

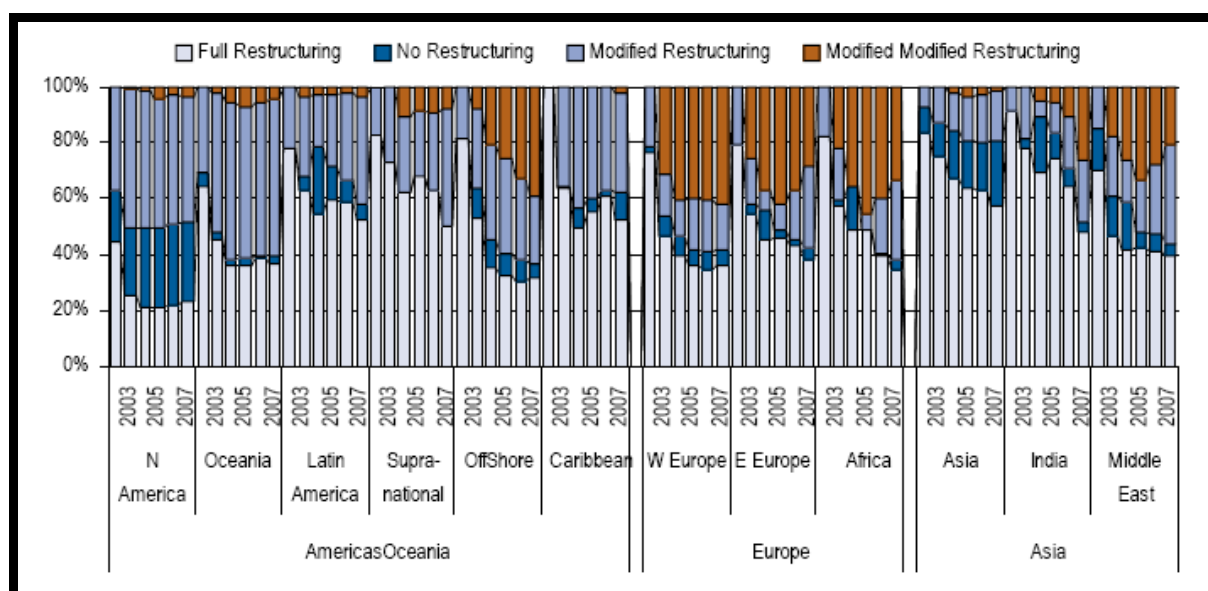
Qualora la ristrutturazione non sia protetta dal contratto, ci sono due possibilità:

- se il nozionale del derivato è pari o inferiore a quello dell'obbligazione sottostante, potrà essere considerato come coperto un ammontare pari al 60% della copertura
- se il nozionale del derivato è invece superiore all'attivo da coprire, l'importo di copertura ammissibile è pari al massimo al 60% della obbligazione sottostante

A questo proposito è in corso in Europa un dibattito tra operatori di mercato ed autorità di controllo circa l'opportunità di mantenere, diversamente da quanto succede negli USA, l'evento della ristrutturazione tra gli eventi che danno origine all'esercizio della protezione. Su un fronte, le compagnie assicurative ritengono che si tratti di una fattispecie difficile da definire e possibile motivo di atteggiamenti opportunistici delle controparti bancarie; dall'altra, molte banche che ritengono incompleta una copertura senza tale clausola, in considerazione del fatto che in Europa molte situazioni di criticità aziendale vengono risolte fuori del circuito giudiziario.

Il tema della ristrutturazione merita un breve approfondimento, in quanto, da un lato, è stato al centro di notevoli controversie, dall'altro rappresenta un tratto di netta distinzione tra realtà europea e americana. *ISDA* la definisce “a

reduction in an interest rate or the amount of principal repayable, a postponement of payment dates or a change in priority to be agreed or announced in a way which binds all the holders of the debt” . Per tener conto del fatto che tale evento può anche non risolversi in un danno per l’investitore, e della difficoltà di quantificare eventualmente tale danno se la ristrutturazione comporta una sostituzione della passività originaria con una nuova con scadenza e tassi differenti, l’organismo internazionale¹ prevede quattro opzioni adottate in proporzioni differenti nelle diverse realtà (cfr grafico).



- *no restructuring*: questa opzione esclude del tutto l’evento dal contratto eliminando dunque la possibilità che il venditore di protezione soffra un evento creditizio *soft* che non necessariamente deve risolversi in perdite per il compratore di protezione. La maggior parte dei più importanti CDS su indici negli Stati Uniti adotta questa versione
- *full restructuring*: tale opzione era pressoché la norma nelle definizioni ISDA del 1999 e consente al compratore di protezione di consegnare

¹ CDS implied ratings, Fitch Ratings

titoli di qualsiasi scadenza dopo un evento di ristrutturazione di qualsivoglia modalità

- *modified restructuring*: nel 2001, al fine di limitare il comportamento opportunistico dei venditori di protezione, l'*ISDA* ha introdotto questa versione modificata, divenuta negli ultimi anni *standard* in Nord America. In sostanza prevede un limite di 30 mesi per la scadenza dei titoli consegnabili dopo una ristrutturazione
- *modified modified restructuring*: introdotta nel 2003 soprattutto per le pressioni esercitate dagli operatori europei e, in effetti, abbastanza usata nel vecchio continente come si ricava dal grafico, questa versione sposta il limite di scadenza dei titoli consegnabili a 60 mesi, purchè non si ecceda la *maturity* implicita nella ristrutturazione e la scadenza più lontana in essere prima dell'evento

Prendere posizione sul rischio di credito attraverso i *loan credit default swap* è una possibilità molto apprezzata dai *CLO*, che, come detto, sono tra i protagonisti del mercato dei prestiti ad alta leva: l'acquisto del derivato in luogo del titolo sul mercato fisico consente un più rapido accesso ad un serbatoio diversificato e rende più semplice la strutturazione del veicolo, mitigando o eliminando *tout court* il *warehousing risk*. Per questa via è possibile, inoltre, attingere a mercati dove vigono limiti di ordine regolamentare oppure dove non è consentito l'ingresso ad operatori di matrice non bancaria. Rilevano anche vantaggi di ordine pratico, quali il non dover richiedere il consenso al debitore e il superamento di adempimenti fiscali sul sottostante. D'altro canto va sottolineato che, soprattutto in Europa, prendere posizione su prestiti e relativi emittenti comporta superare ostacoli di natura informativa.

Prospettive interessanti si schiudono anche per i fondi pensione che normalmente non intervengono sul mercato dei *leveraged loan*.

VANILLA CDS VS. LCDS				
	Vanilla CDS - US	Vanilla CDS - Europe	LCDS - US	LCDS - Europe
Quality	IG to HY	IG to HY	Focused on HY	Focused on HY
Seniority	Typically senior unsecured	Typically senior unsecured	Senior secured (1st lien); 2nd and 3rd lien options	Senior secured (1st lien); 2nd and 3rd lien options
Recovery	wide ranging, though moderate on average	wide ranging, though moderate on average	Generally high, particularly for first lien Only if no obligations at required seniority are outstanding	Generally high, particularly for first lien Yes, if reference obligation ceases to exist
Cancelability	No	No		
Credit Events	Typically Bankruptcy, FTP, and for investment grade entities, Restructuring	Typically Bankruptcy, FTP, and Restructuring	Bankruptcy and FTP	Bankruptcy, FTP, restructuring
Settlement	Typically physical, movement towards cash settlement	Typically physical, movement towards cash settlement	Physical through assignment or participation (or partial cash)	Physical through assignment or participation (or partial cash)
Deliverables	Typically senior unsecured bonds	Typically senior unsecured bonds	From "Relevant Secured List" consisting of syndicated secured loans	Typically a specific syndicated secured loan facility

La tabella¹ sopra riportata, evidenzia schematicamente un raffronto tra *CDS* e *LCDS* europei e statunitensi. L'analisi delle differenze o delle analogie ci consente di approfondire alcuni aspetti tecnici di tali strumenti.

La richiamabilità (*callability/cancelability*) è una caratteristica tipica dei prestiti, in particolar modo in Europa dove si segnalano eccezioni soltanto per i finanziamenti *second lien*, seppur per periodi limitati: è possibile pertanto procedere ad un rimborso anticipato che può esser motivato da un contesto di tassi di interesse in calo e, quindi una prospettiva minore redditività, o da un miglioramento dei flussi di cassa tale da consentire condizioni di finanziamento migliori. La versione europea consente una copertura della esposizione più puntuale in quanto il derivato termina o viene annullato in caso di rimborso anticipato del finanziamento di riferimento. Negli USA il derivato sopravvive al rimborso dell'obbligazione sottostante e termina soltanto nel caso in cui non sia stato possibile per i *dealer* interpellati individuare un titolo di riferimento

¹ *Credit derivative update, Fitch Ratings, MARCH 2007*

alternativo. La differenza è la logica conseguenza del diverso approccio nelle due realtà: nel mercato europeo, dove la presenza delle banche è più forte, il derivato è stato introdotto col fine precipuo di consentire una copertura specifica della esposizione; negli USA, invece, è inteso più come uno strumento di *trading* sul rischio di credito dell'emittente nel suo complesso ed ha, quindi, vita propria rispetto al sottostante. E' ragionevole ipotizzare per il futuro una armonizzazione degli *standard*, che sintetizzi esigenze di liquidità e necessità di copertura: sarà necessario superare le asimmetrie informative che caratterizzano in questo segmento il mercato europeo che si distingue per un contesto prevalentemente privato, laddove negli Stati Uniti le informazioni principali sui prestiti sono disponibili presso società specializzate, tipo *Loan Collector*.

Il *CDS* disegnato per la copertura dei *bond* non prevede invece la cancellabilità.

Per quanto concerne il *credit event* una sostanziale differenza tra le due versioni di *LCDS* consiste, come accennato, nell'inclusione in quello europeo della fattispecie ristrutturazione: nel segmento dei prestiti ad alta leva, tali eventi sono comuni e contrassegnati da un elevato grado di incertezza, anche se non sempre si traducono in insolvenza. L'acquirente di protezione ha una copertura maggiore mentre il venditore si assume un rischio aggiuntivo in quanto questo tipo di evento implica un livello notevole di interpretazione soggettiva e di azzardo morale in riferimento alla possibile collaborazione del creditore rispetto ad una situazione per la quale è coperto. Il *LCDS* americano non contempla la fattispecie in parola che è invece contemplata nei *credit default swap*, anche in quello in uso negli Stati Uniti.

Una maggiore rigidità denota il prodotto statunitense in relazione al titolo di riferimento da consegnare alla controparte in caso di insolvenza, che deve essere di pari *seniority*.

Riguardo al regolamento (*settlement*), al momento lo *standard* prevalente è la consegna fisica, il che può sembrare un paradosso considerato che uno dei motivi alla base dello sviluppo del mercato dei derivati è proprio la volontà di aggirare il mercato fisico con le sue intrinseche difficoltà e lungaggini del *post-trading*.

Del resto, propende per soluzioni alternative anche il fatto che il mercato dei derivati scambia volumi nozionali di gran lunga superiori ai prestiti sindacati realmente in circolazione.

Recenti casi di insolvenza, con i prezzi dei prestiti quasi alla pari per la elevata richiesta da parte di controparti in consegna o con dispute legali incentrate sulla impossibilità di reperire sul mercato titoli consegnabili, hanno stimolato la ricerca di meccanismi alternativi: negli USA, per esempio, sotto l'egida della *Loan Syndacation and Trading Association* sono stati adottati, sotto questo profilo, *standard* molto stringenti di convergenza tra il mercato secondario *cash* e quello dei derivati in modo da consentire una rapida interoperabilità.

In alternativa si sta affinando una procedura che consiste sostanzialmente nel regolamento per contanti della differenza tra il nozionale del contratto e il valore di recupero stabilito tramite un' asta di tipo olandese tra *dealer*.

Il venditore di protezione, nel contratto europeo, può optare per quest'ultima possibilità.

Sources of Basis Risk

STRUCTURAL SOURCES OF BASIS RISK	TYPICAL INSTRUMENT AFFECTED	EFFECT ON NOMINAL SPREAD				EFFECT ON BASIS*	
		BONDS	LOANS	CDS	LCDS	CDS-Bond Spread	CDS-Loan Spread
Callability (or ability to prepay/refinance)	Some HY bonds & loans	↑	↑			↓	↓
Cancelability	European CDS				↑		↑
Covenants							
Coupon Step-Up	Some IG Bonds and Loans	↓	↓			↑	↑
Coupon Step-Down	Some leveraged loans		↑				↓
Negative Pledge, Change/Control, Financial	Principally HY bonds or LL	↓	↓			↑	↑
Restructuring (CDS)							
None	US HY/LCDS			↓	↓		↓
Full, MR, MMR	Japan, US IG, Europe			↑	↑		↑
Cheapest to Deliver	CDS and LCDS			↑	↑	↑	↑
Documentation/Trading Ease/Funding	LCDS				↓		↓
MARKET TECHNICALS		↕	↕	↕	↕	↕	↕

* Basis = (L)CDS level - Cash Instrument Spread*

Lo schema¹ sopra riportato, ci introduce all'esame della convenienza relativa tra una esposizione al rischio di credito implicito in un prestito acquistato sul mercato fisico o la effettuazione della stessa operazione in modo sintetico sul mercato dei derivati di credito: il rapporto tra i prezzi delle due attività viene definito base o differenziale (*basis*). Su di essa possono impattare differenze di ordine strutturale nei vari strumenti finanziari.

Per quanto concerne la richiamabilità, un'obbligazione a tasso fisso che dia all'emittente la possibilità di effettuare un rimborso anticipato alla pari comporta per l'acquirente uno svantaggio, fondamentalmente la mancata opportunità di un apprezzamento del titolo in un contesto di tassi in calo: in condizioni normali, tale svantaggio viene compensato da un rendimento più alto. Un prestito, in virtù della sua struttura cedolare variabile, di norma ha una sensibilità minore a variazioni dei tassi di interesse: anche in questo caso, comunque, si verificano rimborsi anticipati che potrebbero esser motivati, ad

¹ Credit Derivatives update, Fitch Ratings, MARCH 2007

esempio, dalla possibilità per l'emittente di rifinanziarsi a *spread* più contenuti. Inoltre, i prestiti europei ad alto rendimento non presentano alcuna protezione rispetto all'opzione *call* conferita al debitore. Detto ciò, è chiaro che un eventuale rimborso anticipato rappresenta per entrambi gli strumenti un evento negativo, compensabile con il riconoscimento di un rendimento più alto: la base, che non è altro che la differenza tra il *CDS* o il *LCDs* e lo *spread* di *bond* o prestiti, vede diminuire la sua positività o aumentare la sua negatività. Per mitigare tale effetto è possibile utilizzare uno *spread* normalizzato (*option-adjusted spread – OAS*), che tenga conto delle opzioni possibili: anche in questo caso, comunque, la richiamabilità è un fattore da ponderare adeguatamente vista la complessità delle ipotesi da formulare e l'esistenza, oltre alla volatilità dei tassi, di altre variabili che possono influenzare la decisione di un emittente di esercitare una opzione di rimborso anticipato e che difficilmente sono traducibili in dati imputabili in un modello matematico.

La cancellabilità, tipica dei *LCDS* europei, è un ulteriore elemento di analisi per gli effetti che può esercitare sulla base: in apparenza questa variabile sembrerebbe allineare lo strumento fisico con il corrispondente derivato rimuovendo un fattore di rischio. Va però considerato che mentre lo strumento di copertura ha una natura binaria, cioè può essere cancellato o no, il sottostante può essere oggetto di una decurtazione. Molto gradita agli operatori che vogliono realizzare una copertura specifica su un determinato prestito, la cancellabilità è sicuramente una caratteristica che i venditori di protezione non apprezzano affatto e per la quale richiedono di essere compensati con un premio maggiore: il richiamo può avvenire infatti in una fase di declino degli *spread* creditizi che, normalmente, accresce il valore di mercato dei contratti di copertura. Aneddotta di mercato, inoltre, riporta che l'annullabilità del contratto dovuta alla estinzione del titolo di riferimento in anticipo rispetto alla data di scadenza del derivato stesso, può esser motivo di difficoltà nella liquidazione per cassa della posizione.

I *covenant* che, come abbiamo visto, in condizioni di mercato normale sono sostanziali per i prestiti sindacati, rappresentano un altro fattore da valutare: in generale l'esistenza di clausole contrattuali è di beneficio per chi ha posizioni lunghe, sia sul mercato fisico che su quello dei derivati. Ovviamente, i detentori di obbligazioni e prestiti possono beneficiare delle penali che vengono pagate nel caso di violazione, la misura delle quali naturalmente dipende dal diverso grado di cogenza delle clausole stesse. In genere i *covenant* tendono ad incrementare la positività della base.

In riferimento al *pricing*, il premio che il venditore di protezione incassa è fisso a fronte della variabilità del tasso di interesse del prestito, dovuta sia alla struttura del titolo in sé, sia all'esistenza di clausole *step-up* e *step-down*. Nel caso di un deterioramento della *performance* e delle condizioni finanziarie dell'emittente, il detentore di titoli *step-up* ha diritto a cedole più alte: non è così per il venditore di protezione. L'esistenza di tali clausole induce gli investitori ad accettare uno *spread* più basso, il che si riverbera con un effetto positivo sulla base.

Il contrario, ovviamente, avviene per quei finanziamenti che contengono clausole *step-down*.

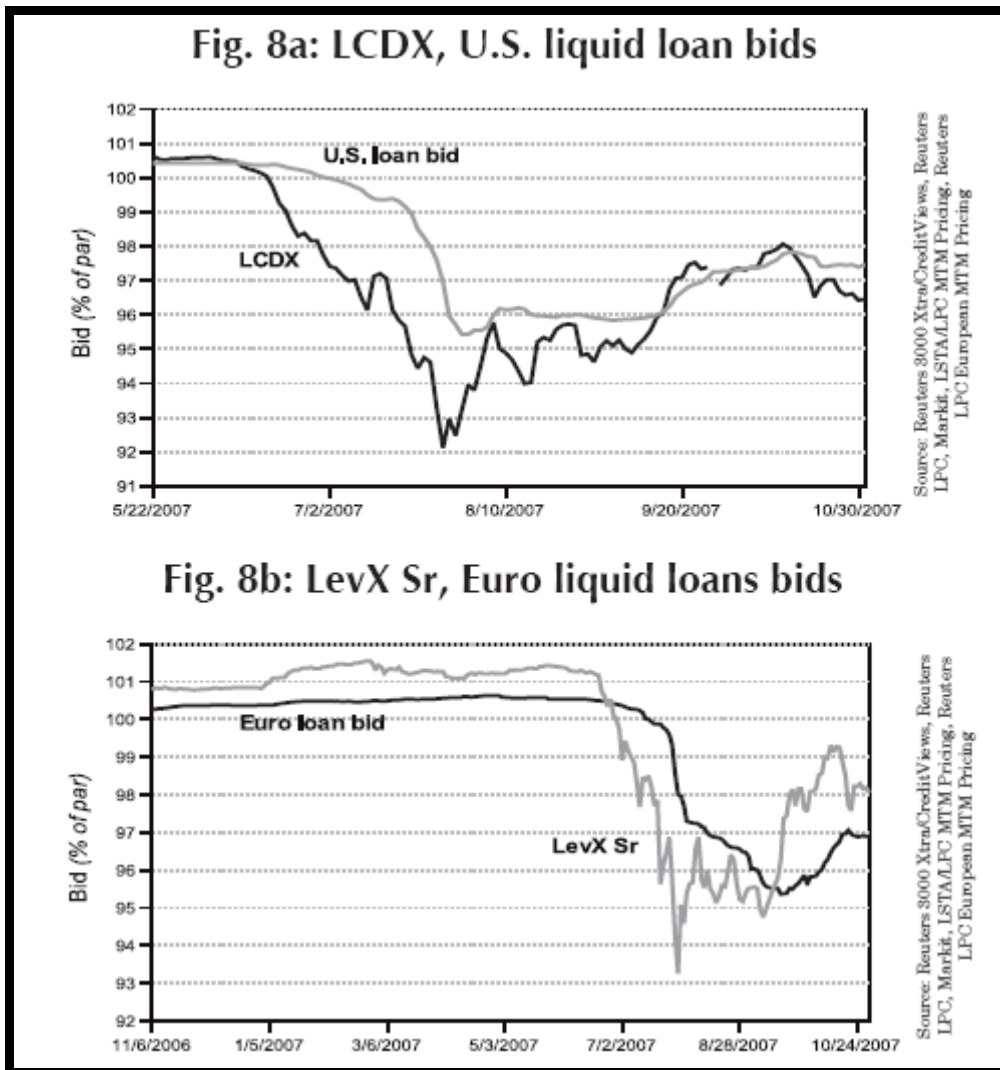
Con riguardo alla fase di regolamento post-evento, il compratore di protezione può avvalersi della opzione *cheapest-to-deliver*: in una operazione di puro *hedging* il titolo sottostante detenuto in portafoglio viene consegnato. Negli altri casi, il titolo da consegnare va cercato sul mercato, possibilmente alle migliori condizioni. Il valore di tale opzione, e il conseguente impatto sulla base, sono commisurati alle eventuali differenze di prezzo tra il titolo oggetto del contratto derivato e quelli disponibili sul mercato per la consegna. Per quanto concerne i prestiti sono diversi gli strumenti consegnabili e la recente esperienza di mercato dimostra che i *term loan* e i *revolver*, per esempio, spesso quotano a livelli molto simili. Nel contesto di mercato prevalente sino alla crisi dell'estate 2007, con valori di recupero stimati in prossimità del

nominale, le perdite per i creditori nei casi di insolvenza sono state molto contenute: se ne è avvantaggiato, ovviamente, il venditore di protezione che si è trovato ad incassare un premio senza, in pratica, correr rischio. Per facilitare lo scambio di titoli *post-default*, la *Loan Syndacation and Trading Association* ha messo a punto un protocollo, “*Market Standard Indemnity*”, in base al quale il compratore di protezione è obbligato a consegnare un titolo che soddisfa determinati requisiti di negoziabilità, in difetto dei quali il venditore può rifiutare la consegna e bloccare il processo di *settlement*.

Name	5 yr LCDS	LCDS change	Loan Spread (LIB+)	Loan Spread Change	Negative Basis	Negative Basis Change	Count
Baa3	207	15	181	8	25	7	1
Ba1	277	30	313	6	-36	24	2
Ba2	199	19	226	17	-37	2	14
Ba3	228	27	264	24	-36	3	24
B1	287	28	301	19	-14	9	20
B2	305	30	338	29	-33	1	24
B3	380	42	413	32	-33	10	10
Caa1	380	44	414	52	-35	-8	3
NR	825	0	755	30	70	-30	1

La tabella¹ riporta, articolati per classe di *rating*, gli *spread* dei *loan credit default swap* e dei sottostanti fisici: si rileva, a conferma di un *trend* in voga dall'avvento dello strumento di copertura, una generalizzata base negativa con valori abbastanza uniformi intorno ai 30 *bp*. Si tratta di un tratto che accomuna un po' tutti i settori, con punte intorno ai 60 *bp* per le imprese attive nei settori energetico e farmaceutico. Le ragioni sono di ordine strutturale, in considerazione della maggiore liquidità del mercato dei derivati e del sempre maggiore interesse mostrato dagli operatori. I differenziali dei *LCDS* sono inferiori, di un 30/60%, anche a quelli dei *CDS*, in virtù di valori di recupero più alti riconducibili alle maggiori garanzie che assistono i prestiti rispetto ai *bond*.

¹ “*Gold Sheets*” *Loan Pricing Corporation*, NOV. 12, 2007



I grafici, riferiti agli indici europeo ed americano costruiti su panieri di prestiti levereggiati, evidenziano chiaramente il ruolo anticipatore e la maggiore reattività delle strutture derivate rispetto ai titoli trattati sul mercato fisico. Il *Lev X Sr*, lanciato nell'estate del 2006 e subito seguito da una versione subordinata, il *Lev X Sub*, ha come sottostante 35 prestiti levereggiati di primo grado con un valore nominale emesso di minimo €750 milioni: è previsto un *rollover* semestrale, marzo e settembre, e pagamenti trimestrali del premio. La composizione non è ponderata, la durata è di cinque anni e tre mesi. Gli eventi creditizi comprendono *bankruptcy*, *payment default* e ristrutturazione. Il regolamento è di tipo fisico con una opzione *cash* esercitabile da parte del venditore. Telecomunicazioni (22%), media (17%) e servizi (14%)

rappresentano le componenti più importanti, con matrice prevalenemete britannica e tedesca. Il protocollo istitutivo stabilisce che eventuali avvicendamenti all'interno dell'indice vengono decisi sulla base del volume degli scambi registrati sul mercato dei singoli nominativi, in modo da farne uno strumento il più possibile liquido e rappresentativo. A differenza dell'omologo americano, il *LCDx* lanciato nel maggio del 2007, il *Lev X* potrebbe vedere il suo valore nozionale scendere nel tempo a seguito dell'eventuale rimborso anticipato di qualche componente.

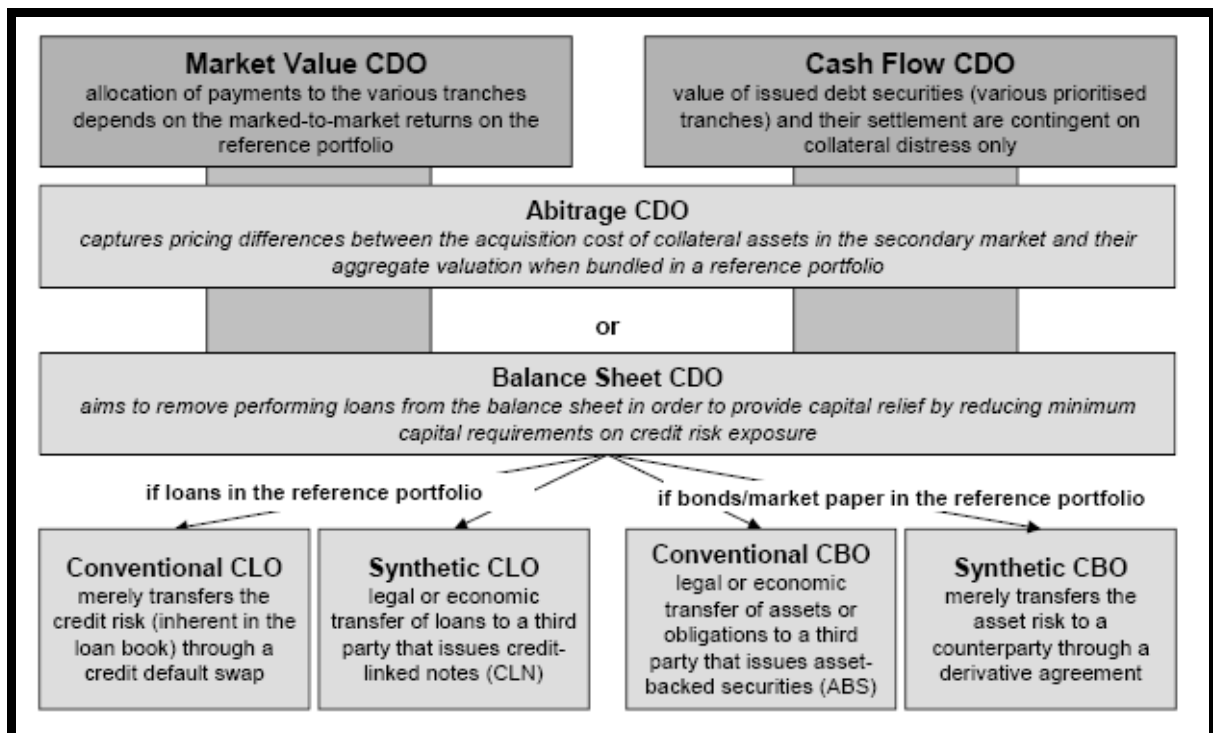
Lanciato nel maggio del 2007, *LCDx* ha durata di cinque anni, consiste di 100 prestiti di primo grado con equal peso, prevede come eventi creditizi soltanto *defaul* e *payment default*, il *rollover* è semestrale (aprile e ottobre), il pagamento del premio, fissato per la prima serie a 120 *bp*, viene regolato trimestralmente, il 50% del paniere è costituito da titoli di riferimento con *rating* B e B+, il 60% dei prestiti fa riferimento a aziende con fatturato sino a \$ 5 miliardi.

Il valore teorico di entrambi gli indici viene calcolato moltiplicando la *duration* dei singoli prestiti per la differenza tra il *coupon* dell'indice e lo *spread* dei vari componenti.

4.4 COLLATERALISED LOAN OBLIGATION

Nei precedenti capitoli, in particolare quello dedicato agli intermediari attivi sul mercato primario dei prestiti ad alta leva e l'altro incentrato sul trasferimento del rischio di credito, abbiamo già avuto modo di fornire una definizione di *CLO*, quantificare la loro attività, illustrarne i principali vantaggi.

Nel presente capitolo approfondiremo tematiche inerenti a questo strumento finanziario: i criteri di scelta degli attivi, la distinzione tra strutture tradizionali e sintetiche, la organizzazione funzionale degli operatori del settore. Illustreremo inoltre in dettaglio una struttura tipo, per poi descrivere l'evoluzione che si è registrata negli ultimi anni. Per concludere ci occuperemo del *rating* e delle implicazioni dei nuovi principi contabili e del nuovo accordo di Basilea II .



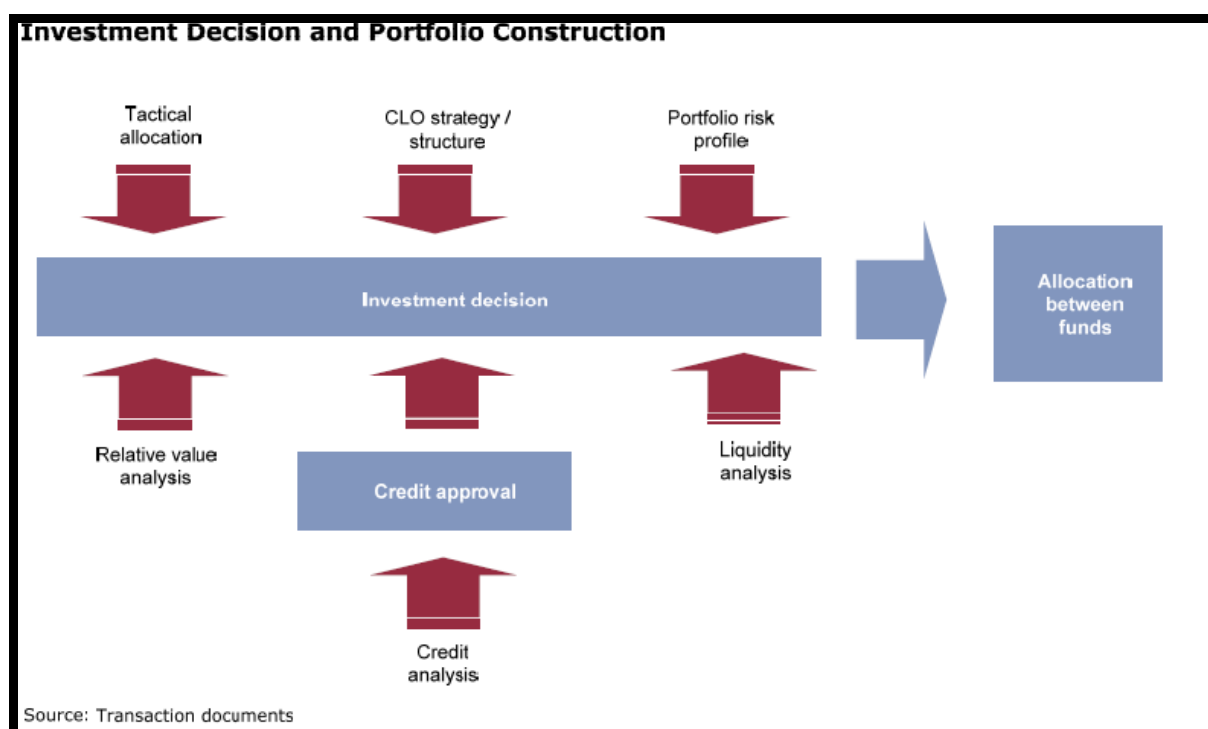
I *CLO* sono un sottogruppo della più grande famiglia degli *collateralised debt obligation (CDO)*: si distinguono per la tipologia degli attivi sottostanti, prevalentemente prestiti ad alto rendimento (cfr. diagramma).

La **selezione del portafoglio** presuppone un accordo tra gli investitori ed i *manager* con la fissazione di *eligibility criteria* e *portfolio covenant*, finalizzati essenzialmente ad impedire un aumento della rischiosità del portafoglio, rispetto a quanto inizialmente concordato, e a garantire nel contempo ai gestori la flessibilità e la libertà di manovra indispensabili. Si stanno diffondendo sempre più matrici di *covenant* che regolano alcune variabili e, indirettamente, il rapporto rischio rendimento: *spread* medio ponderato (*weighted average spread, WAS*), *rating* medio ponderato (*weighted average rating factor, WARF*), e tasso di recupero medio ponderato (*weighted average recovery rate, WARR*).

Il grado di priorità nel rimborso, la valuta, il paese del debitore, la trasferibilità, la durata, l'esclusione di emittenti in *stress* finanziario, requisiti minimi di *rating*, limiti di concentrazione per emittente e settore di attività: questi sono alcuni dei criteri di selezione.

Nel diagramma che segue viene descritto il processo di costruzione del portafoglio nelle sue varie fasi: l'anello fondamentale è rappresentato ovviamente dall'istruttoria creditizia che si articola in un esame del settore di appartenenza con la sua maggiore o minore sensibilità al ciclo congiunturale, e in un'analisi approfondita dell'emittente nei suoi aspetti produttivi, finanziari e competitivi. Viene inoltre stimato il valore relativo e la liquidità degli *asset* da cartolarizzare: la decisione finale spetta ad un comitato che si rende garante di fronte agli investitori del rispetto di quanto concordato. Il monitoraggio della struttura, una volta chiusa la transazione, si avvale di sistemi di *scoring* proprietari utilizzati per revisioni mensili o trimestrali: l'intero portafoglio viene solitamente rivisitato nell'arco di sei mesi, un anno. Vengono eseguiti test, in particolare *overcollateralisation (OC)* e copertura degli interessi (*IC*): i

primi sono finalizzati a verificare la sussistenza di un margine di sicurezza nel rapporto tra attivi e passivi del veicolo, teso a garantire il debito emesso da una eventuale erosione di valore del collaterale. Gli *IC*, invece, validano l'arbitraggio tra il rendimento del portafoglio di *asset* cartolarizzati ed il costo delle obbligazioni emesse. L'esito negativo di questi *test* determina l'utilizzo dei flussi di cassa per il rimborso del debito, secondo l'ordine di priorità, nella misura in cui viene ad essere di nuovo garantito il rispetto dei rapporti.

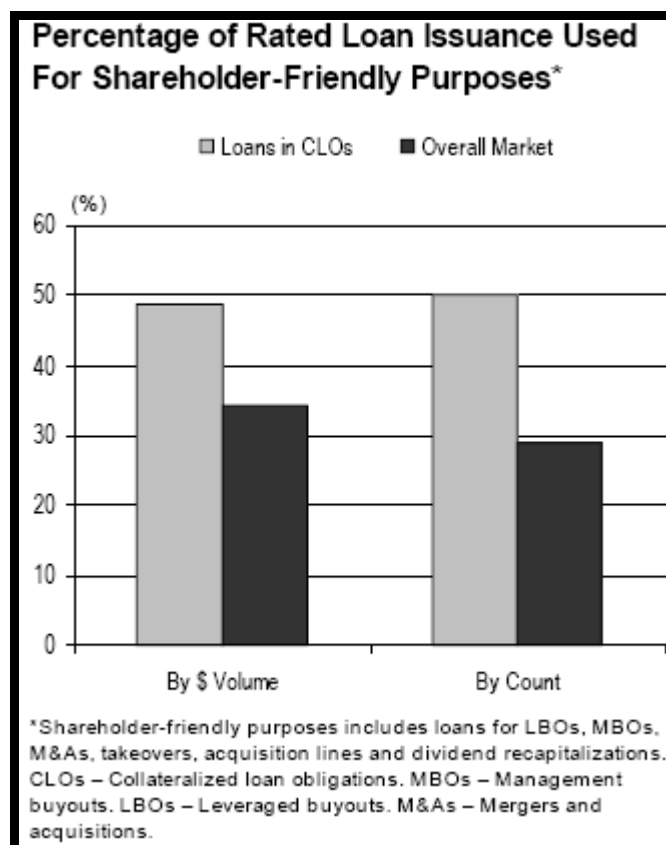


Nei gruppi più grandi ci sono strutture *ad hoc* deputate alle negoziazioni sul mercato secondario o a partecipare a riunioni di comitati di ristrutturazione, laddove i prestiti denotano difficoltà. Usualmente il gestore tende a vendere precocemente l'attività per preservare il valore di recupero.

Una ricerca¹, condotta da una società di *rating*, su un campione di 600 finanziamenti facenti capo a 91 *CLO* statunitensi, ha verificato che, rispetto alla media di mercato, questi operatori sono portati ad acquistare una più alta

¹ *CLOs more concentrated in shareholder-friendly and covenant light loans*, Fitch Ratings, DEC. 2006

percentuale di prestiti usati per operazioni *shareholder-friendly*: *leveraged buyout*, fusioni, acquisizioni, *dividend recap*. Inoltre, tali prestiti presentano una struttura di clausole contrattuali più debole della media (cfr. tabella seguente).



Le ragioni possono essere molteplici: nelle classi di merito B e BB, nel periodo compreso tra il 2004 e l'intero 2006, i prestiti levereggiati emessi per finanziare acquisizioni ad alta leva hanno in media fatto segnare differenziali di rendimento minori rispetto al resto del mercato. Ciò ovviamente si traduce per i *CLO* in un costo minore ed un aumento dello *spread*. Un' ulteriore spiegazione può essere la grandezza relativamente maggiore di tali prestiti: i *manager* dei veicoli strutturati se ne avvantaggiano sia in termini di maggiore facilità di realizzazione della struttura, sia di liquidità sul mercato secondario per eventuali negoziazioni.

Distribution of Covenants in Single-B Rated Loans		
(%)		
	3 or Fewer Financial Covenants	2 or Fewer Financial Covenants
Overall Market	21	67
Loans in Fitch CLO Sample	30	72

CLO – Collateralized loan obligation. Note: These figures are for loans with at least one covenant, of any type.

La relativa debolezza della cornice contrattuale (cfr. tabella) può essere ricondotta al clima di euforia che ha contrassegnato i mercati negli ultimi anni, spingendo i *manager* dei *CLO* a sfruttare appieno il principale vantaggio offerto dalle loro emissioni: la riduzione del rischio perseguita attraverso una grande diversificazione del *pool* di attivi e un aumento delle garanzie collaterali.

Il mercato dei prestiti bancari, soprattutto in Europa, è caratterizzato dalla natura privata delle informazioni che li sottendono: ciò amplifica inevitabilmente il problema della asimmetria informativa tra gli investitori e i *manager* della transazione.

Di conseguenza, i primi tendono ad offrire un prezzo scontato rispetto al valore dichiarato degli attivi, mentre i secondi possono mitigare questo *underpricing* con la massima trasparenza possibile sulla qualità degli *asset* stessi.

Nel meccanismo tipico dei *CLO*, quest'ultimo obiettivo viene in teoria conseguito dalla suddivisione in *tranche* di diversa rischiosità delle obbligazioni, di norma titoli a tasso variabile, emesse per acquistare i prestiti (subordinazione), e dal supporto al credito (*credit enhancement*).

Example of tranching:

Issuer	Seller	Class	currency	Mdy	S&P	Fitch	Size (Eur mn)	WAL (Yrs)	Launch spread	credit support (%)
SPV XXX	bank YYY	A	Eur	Aaa	AAA	AAA	254	8.4	3mE+24	29.1
		B	Eur	Aa2	AA	AA	22	11.2	3mE+41	22.9
		C	Eur	A2	A	A	21	11.8	3mE+63	13.13
		D	Eur	Baa2	BBB	BBB	14	12.2	3mE+166	9.5
		E	Eur	Ba2	BB	BB	13	12.6	3mE+375	7.82
		F	Eur	-	-	-	-	27.5	-	-

Questo può assumere diverse forme, *in primis* il mantenimento in capo allo *sponsor* della *tranche* più rischiosa, sprovvista di *rating*, usualmente definita *equity*. Tale definizione deriva dal fatto che nella struttura di capitale di uno *special purpose vehicle* questa *tranche* svolge la funzione di assorbire il maggior rischio, quella che in una società è riservata al capitale proprio, l'*equity* appunto. In uno *SPV* l'apporto di capitale proprio è limitato, di solito intorno a mille dollari. L'utile dell'intera operazione è rappresentato prevalentemente dallo *spread* tra il rendimento dei prestiti sottostanti e i costi, da interesse e non, al netto delle perdite incorse.

Il *credit enhancement* può essere fondamentalmente di due tipi, interno ed esterno. Rientrano nel primo gruppo:

- subordinazione della struttura e *over-collateralization*;
- fondi di riserva;
- differenziale di rendimento (*yield spread*).

La subordinazione della struttura è un supporto creditizio interno molto utilizzato e consiste in effetti in una *over-collateralisation* della transazione, ossia in un valore facciale del sottostante superiore ai titoli emessi che lo stesso garantisce, a copertura di tutte le perdite attese sui prestiti: il rapporto varia in base al grado di *seniority* della *tranche*. Tali perdite vengono assorbite, a

cascata, dalle *tranche* più subordinate: ne risulta un meccanismo di protezione per le *tranche senior*, che, per tale ragione, possono esibire un *rating* superiore al merito creditizio medio dell'intera struttura. Una parte degli interessi percepiti viene segnatamente riservata per il debito più in alto nella scala di *seniority*, mentre quelle con *rating* più basso ricevono flussi di cassa soltanto nella misura in cui queste uscite non pregiudicano il pagamento di altri creditori: questo maggior rischio, ovviamente, viene remunerato con un rendimento maggiore.

Un fondo di riserva viene di norma utilizzato congiuntamente a una struttura di subordinazione: si tratta di un fondo appositamente costituito, finalizzato a garantire la copertura puntuale delle perdite. Il suo finanziamento avviene con la emissione di un *bond* o di un prestito rimborsabili con fondi *extra* mantenuti dal veicolo. Il livello di questi fondi deve essere costantemente commisurato alle finalità intrinseche e per questo rappresenta un elemento di mitigazione per un eventuale *downgrade*.

Per *yield spread* si intende il differenziale dei flussi di cassa in entrata dei prestiti cartolarizzati, da una parte, e quelli in uscita delle obbligazioni emesse, dall'altra, al netto di spese e commissioni varie. Talvolta, una parte di questo differenziale viene segregato (*trapped*) per eventuali, esigenze future.

Gli ultimi anni hanno registrato una progressiva marginalizzazione dei *credit enhancement* di tipo esterno: anche i *CLO* di *rating* inferiore sono in grado di proporre cartolarizzazioni basate esclusivamente su fonti interne. Comunque, ne accenniamo brevemente:

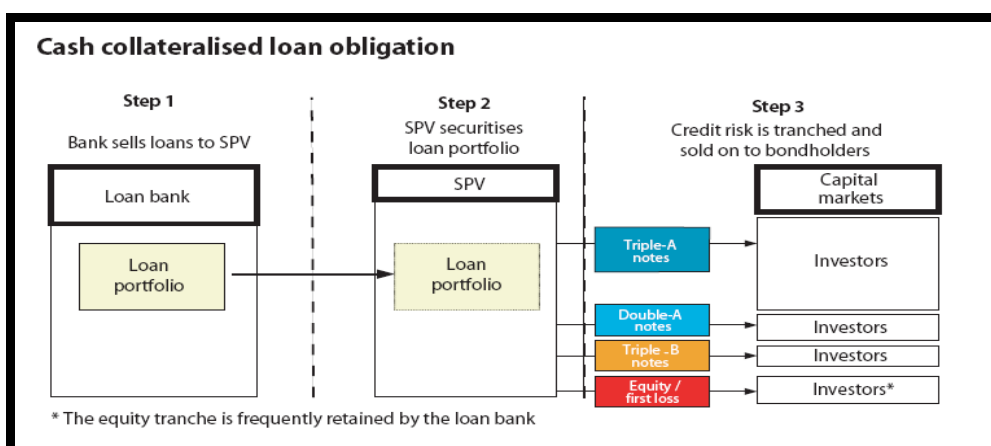
- garanzia assicurativa (*bond insurance*);
- *third party and parental guarantee*;
- lettera di credito (*letters of credit*);
- contratti finanziari innovativi (*credit derivatives*).

La *bond insurance*, attuata tramite *surety bond*, è fornita da compagnie assicurative *monoline*, in genere valutate tripla-A: benché tale forma di *credit enhancement* consenta agli *sponsor* della transazione di ottenere valutazioni di credito molto elevate, il suo utilizzo è man mano diminuito per una questione di costi. Si tratta non soltanto del premio da pagare, ma anche del maggior costo riconducibile ai requisiti che tali garanti impongono alla qualità del portafoglio da cartolarizzare.

Per *third party and parental guarantee* si intende una garanzia prestata da un terzo, una società di assicurazione o una società madre o consorella, per coprire le perdite fino ad un ammontare nozionale predeterminato.

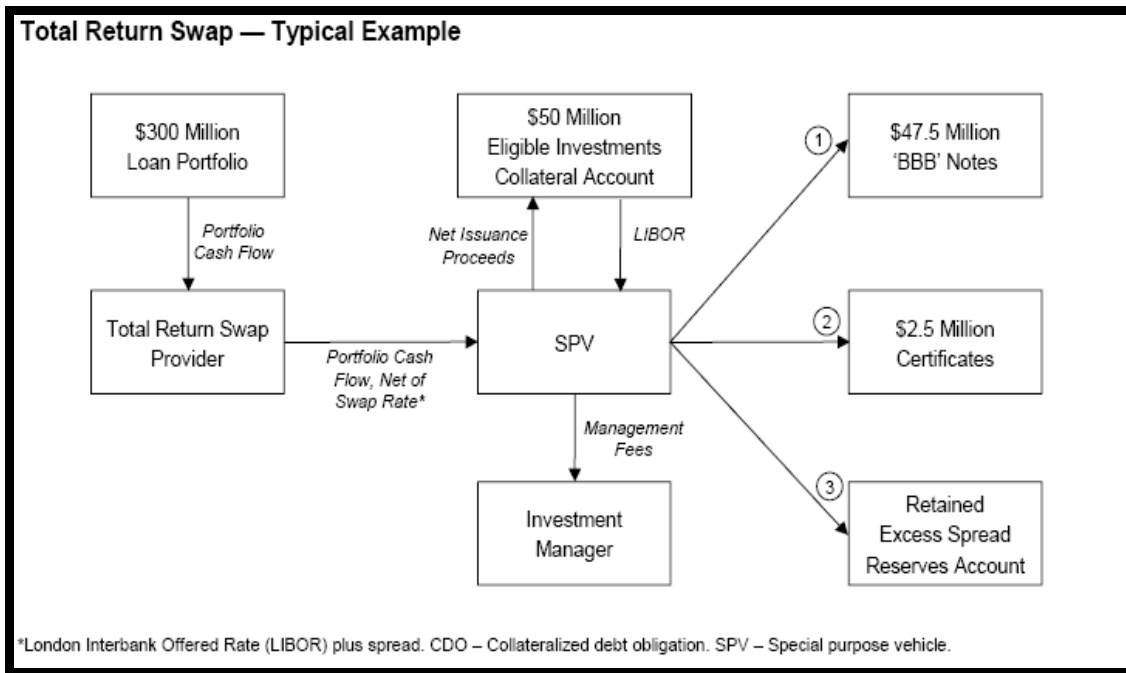
Le *letters of credit* sono l'equivalente dei *surety bonds* per enti finanziari di matrice non assicurativa: si tratta normalmente di banche che si impegnano ad intervenire per la copertura di perdite entro determinati limiti.

In un **CLO tradizionale** si verifica un trasferimento di prestiti dal bilancio dell'ente originante, solitamente una banca, ad un veicolo finanziario, *SPV*, appositamente costituito per l'operazione, che si finanzia attraverso il collocamento di diverse *tranche* di obbligazioni che replicano i diversi gradi di rischio presenti nel portafoglio acquistato (cfr. diagramma).



Tratto distintivo di un **CLO sintetico**, invece, è il trasferimento del mero rischio di credito attuato attraverso strumenti derivati, *loan credit default swap*, *total return swap* o *credit-linked notes*: i prestiti rimangono nel portafoglio originario. La versione sintetica è venuta affermandosi negli ultimi anni per molteplici ragioni:

- la definizione di *standard* e documentazione da parte dell'*ISDA*;
- la crescita del mercato dei derivati di credito;
- strutture più efficienti, meno costose, più semplici, realizzabili in tempi relativamente brevi (un mese contro i sei mesi della versione tradizionale), particolarmente adatte per *pool* di *asset* originati in diverse giurisdizioni: non c'è bisogno di valutare ogni singolo finanziamento per verificare sia il rispetto dei criteri di eleggibilità, sia l'esistenza di clausole particolari di impedimento al trasferimento del prestito;
- maggiore disponibilità di attivi poichè non si dipende dai prestiti effettivamente emessi sul mercato fisico, il che si riflette in dimensioni medie più grandi, intono al miliardo di euro, contro un *range* di € 200/800 milioni;
- minor rischio di rimborso anticipato;
- maggiore diversificazione;
- opportunità di preservare il rapporto tra il debitore e il creditore originari.



Il diagramma¹, illustra una struttura tipica di *CLO* sintetico realizzato attraverso un *total return swap*: questo è un contratto finanziario derivato nel quale il compratore di protezione corrisponde al venditore il flusso di cassa generato dal titolo di riferimento e allo stesso tempo ne mantiene la custodia. Il venditore, in cambio, corrisponde degli interessi a tasso variabile sul valore nominale del contratto, in genere un tasso di riferimento maggiorato di uno *spread* commisurato al merito creditizio dei prestiti, e garantisce la protezione da ogni eventuale perdita di valore subita dal sottostante per qualsiasi causa, specifica o di mercato.

Lo *SPV* emette delle obbligazioni e investe il netto ricavo in attività collaterali a elevato *rating* regolate al tasso *LIBOR*: effettua poi un *total return swap* con una controparte, di solito la banca, su un portafoglio di riferimento costituito da prestiti per un nominale pari a 4/6 volte l'ammontare delle obbligazioni emesse. Il tasso *Libor* incassato, sommato al netto ricavo del derivato, finanziano il servizio del debito. I prestiti sottostanti rimangono in bilancio alla banca mentre il veicolo incassa i flussi originati per interessi e

¹ *Synthetic CLOs using total return swaps*; Fitch Ratings, MAY 2006

capitale, al netto del tasso *swap*. La leva, implicita nei diversi importi del portafoglio prestiti e delle obbligazioni emesse, garantisce il ritorno dell'operazione per il *CLO* (*excess spread*), ma lo espone anche al rischio di perdite. Quotidianamente viene effettuato un monitoraggio *mark-to-market* utilizzando *dealer poll* o *servicer* specializzati. L'*asset manager* provvede alla movimentazione del portafoglio nel rispetto dei criteri di investimento prestabiliti. Un eventuale esaurimento della liquidità nel conto di riserva (*reserve account*) causato da perdite superiori al previsto può esser fronteggiato con la liquidazione di una parte del collaterale, o con la capitalizzazione degli interessi sulle obbligazioni.

L'*excess spread* può esser segregato secondo meccanismi simili a quelli utilizzati per i *CLO* tradizionali: la differenza sta nei cosiddetti *trigger*. Mentre in questi ultimi si usa la *Overcollateralization* (*OC*) o la copertura di interessi (*interest coverage, IC*), nel *CLO* via *TRS* si usa un *test* di mercato per valutare il rispetto del rapporto tra il portafoglio di riferimento e i titoli emessi: nella struttura del diagramma, tale rapporto iniziale è pari al 16,67%, ottenuto dividendo i \$ 300 milioni di prestiti per i \$ 50 milioni di obbligazioni. Un rapporto inferiore farebbe scattare la segregazione di tutti i proventi eccedenti il pagamento delle cedole correnti del debito, fino al suo ripristino. In alcune transazioni è prevista un'ulteriore soglia, ad un livello più basso, dove scatta la vendita forzata che di solito determina perdite in conto capitale.

Di solito è prevista una linea di liquidità, normalmente fornita dalla controparte del derivato, che non si trova nei *CLO* tradizionali: le perdite derivanti da *default* nel portafoglio di riferimento vengono assorbite in parte dalla subordinazione e in parte dallo *spread* eccedente, mentre la linea di liquidità assieme all'eventuale valore di recupero serve a ripristinare, con l'acquisto di ulteriori prestiti, il rapporto di leva massimo consentito dalla struttura. Questo ulteriore investimento sarebbe ovviamente caratterizzato da

uno differenziale inferiore, in forza degli interessi da pagare sulla linea di credito utilizzata.

Payments in Synthetic TRS CLOs	
(\$000)	
Income	
Interest on Loan Portfolio (L* + 265 bps on \$300 million)	19,950
Interest on Swap Collateral (L on \$50 million)	2,000
Total Income (A)	<u>21,950</u>
Expenses	
Administrative (five bps on \$300 million)	150
Senior Asset Manager Fee (10 bps on \$300 million)	300
Financing (L + 70 bps on \$300 million)	14,100
Coupon to Noteholders (L + 250 bps on \$50 million)	3,250
Distribution to Equity (L + 600 bps on \$2.5 million)	250
Subordinate Manager Fee (15 bps on \$300 million)	450
Total Expenses (B)	<u>18,500</u>
Excess Spread Earned on an Annual Basis (A – B)	3,450
Excess Spread Earned Over 10-Year Life	34,500
Less: Severity of Defaults (26.5% default rate in 'BBB' stress less 60% recovery)	<u>31,800</u>
Residual Excess Spread over 10-Year Life	2,700
*Assumes L (London Interbank Offered Rate) is 4.0%. CLOs – Collateralized loan obligations. bps – Basis points.	

La rappresentazione numerica della transazione è riportata in questa tabella: i flussi in entrata, per complessivi \$ 21.950, sono rappresentati dagli interessi del portafoglio prestiti, \$ 19.950, e dal reddito del collaterale, \$ 2.000. Le uscite, invece, si riferiscono principalmente agli oneri finanziari dello *swap*, \$ 14.100, e delle obbligazioni emesse, \$ 3.250. La differenza netta rappresenta l'*excess spread*, \$ 3.450 per anno. Sul totale dei 10 anni si accumula un ammontare lordo di \$ 34.500, che, depurato di \$ 31.800 di perdite in ipotesi di un tasso di insolvenza del 26,5% e di un valore di recupero del 60%, si riduce ad un valore netto di \$ 2.700.

La struttura nel suo complesso si regge dunque sull'*excess spread*: ne consegue che lo scenario peggiore è rappresentato da inadempienze nelle fasi di vita iniziali della transazione, allorché non è stato possibile accantonare *spread* in eccesso dagli anni precedenti. Il suo utilizzo, per comprare ulteriore

collaterale o per rimborsare debito, comporta una riduzione della leva, con un incremento della *overcollateralisation* e un miglioramento di tipo reddituale.

Structural Differences: TRS CLO vs. Traditional CLO		
Feature	TRS CLO	Traditional CLO
Capital Structure	Issue two to three classes of mezzanine securities, which are rated from 'A' to 'BBB'.	Issue full capital structure.
Leverage	Typically four to six times leveraged. Liquidity feature allows asset manager to control leverage based on credit environment.	Equity leverage is between eight and 13 times.
Collateral	Issuance proceeds are invested in highly rated collateral that meet Fitch's eligible investment requirements and are used to collateralize the total return swap.	Issuance proceeds are used to purchase a diversified loan portfolio.
Credit Enhancement	Primarily excess spread. There is less subordination than that for a traditional CLO.	Subordination, excess spread, and coverage tests.
Performance Tests	Market value	Overcollateralization and interest coverage.
Early Termination Trigger	Yes	No
Weighted Average Spread Covenant	No	Yes
Minimum Weighted Average Rating Factor Covenant	Yes	Yes
Trap Excess Spread	Yes, if performance tests are failing.	Yes, if performance tests are failing.

CLO – Collateralized debt obligation.

La tabella rappresenta in modo schematico le principali differenze tra un *CLO* tradizionale e uno sintetico attuato attraverso un *TRS*: si rileva principalmente che, mentre nel primo il ricavato delle emissioni di obbligazioni serve per acquistare un portafoglio di prestiti, nel secondo si ha l'acquisto di titoli da costituire in garanzia. Per quanto concerne la struttura, va rilevato che il *CLO* sintetico, che per il suo *credit enhancement* si appoggia principalmente sull'*excess spread* e meno sulla subordinazione, presenta una struttura meno articolata, composta di due o tre classi di mezzanino valutate da A a BBB.

Riguardo alle verifiche, si distingue per un meccanismo di *mark-to-market*, mentre il tradizionale usa la copertura degli interessi e la *overcollateralisation*.

L'*equity tranche* non compare sempre ed è utilizzata per lo più per motivi fiscali. E' previsto inoltre, in queste strutture, il *termination trigger*.

La tabella¹ che segue, illustra invece una struttura di *CLO* tradizionale con i diversi gradi di valutazione, le diverse percentuali di perdita e le varie tipologie di investitori per classi di *rating*: si può notare un aumento della presenza di

¹ *Financial Stability Report, OCT. 2007, Bank of England*

hedge fund nelle *tranche* più rischiose e una prevalenza di banche e società d'assicurazione in quelle più sicure.

Table 3.A Collateralised loan obligation investor profile

Tranche rating	Point at which losses start to accrue ^(a) (per cent)	Typical investors
Unrated (equity)	0	Banks and equity funds (30%); CDO ^(b) managers (25%); hedge funds (20%); pension funds (20%); insurers (5%)
BB	8	Banks and insurers (50%); CDO managers (30%); hedge funds (20%)
BBB	12	Banks and insurers (55%); mezzanine structure finance CDOs (30%); hedge funds (15%)
A	15	Banks and insurers (60%); high-grade and mezzanine structured finance CDOs (30%); hedge funds (10%)
AA	21	Banks and insurers (65%); high-grade structure finance CDOs (25%); hedge funds (10%)
AAA	29	Banks and monoline insurers (85%); other insurers (5%); hedge funds (5%); SIVs ^(c) and high-grade structured finance CDOs (5%)

Sources: JPMorgan Chase & Co. and Lehman Brothers.

(a) As a fraction of notional outstanding.
 (b) Collateralised debt obligation.
 (c) Structured investment vehicles.

Per quanto concerne la valutazione delle diverse strutture, la tradizionale si avvale di modelli matematici che stimano i flussi di cassa del collaterale sottostante attribuendoli alle diverse *tranche*. Fondamentalmente, gli approcci utilizzati sono due: sconto dei flussi di cassa (*DCF*) in cui il tasso viene scelto in considerazione del rischio di credito del portafoglio, il *track record* del *manager*, la *performance* della transazione; o valore attuale netto (*NAV*), particolarmente adatto in situazioni di possibile liquidazione del veicolo, basato sul valore di realizzo degli attivi. Le strutture sintetiche, invece, sono valutate essenzialmente sulla probabilità di insolvenza, perdita in caso di insolvenza e correlazione all'interno del portafoglio: in riferimento a quest'ultimo aspetto, l'investitore di una *tranche equity* acquista sostanzialmente una opzione *put*

mentre chi investe nel debito *senior* può esser considerato un venditore di un *call spread* sul tasso di *default* del sottostante con uno *strike* più basso sull'*attachment point* e uno più alto all'*exhaustion point*. La tabella che segue evidenzia l'effetto di diverse variabili, quali un aumento del tasso di insolvenza o della correlazione, il declino temporale o un incremento dei saggi di interesse, sulla valutazione delle varie *tranche* di una struttura sintetica.

TRANCHE	EQUITY	MEZZANINE	SENIOR
Loss Rate Increase	Unfavorable	Unfavorable	Unfavorable
Correlation Increase	Favorable	Depends on structure and correlation	Unfavorable
Time Decay	Unfavorable	Neutral	Favorable
Interest Rate Increase	Unfavorable	Unfavorable	Unfavorable

Source: Adapted from TBMA Synthetic CDO Primer (Bank of America Securities)

Per quanto concerne l'**evoluzione** delle architetture presentate al mercato va detto che negli ultimi tempi, in conseguenza dello squilibrio tra domanda e offerta di prestiti, si è verificata una tendenza all'*under-allocation* o a quotazioni a premio sul mercato secondario. Molti gestori di *CLO* vi ovviano investendo direttamente sul mercato primario in *pro-rata strips*, ossia gruppi di prestiti delle diverse *tranche*, A, B, C e *revolver*. Criticità sono state riscontrate nel parziale utilizzo delle linee di credito *revolving* che determinano un impatto negativo sulla struttura reddituale dell'intera operazione.

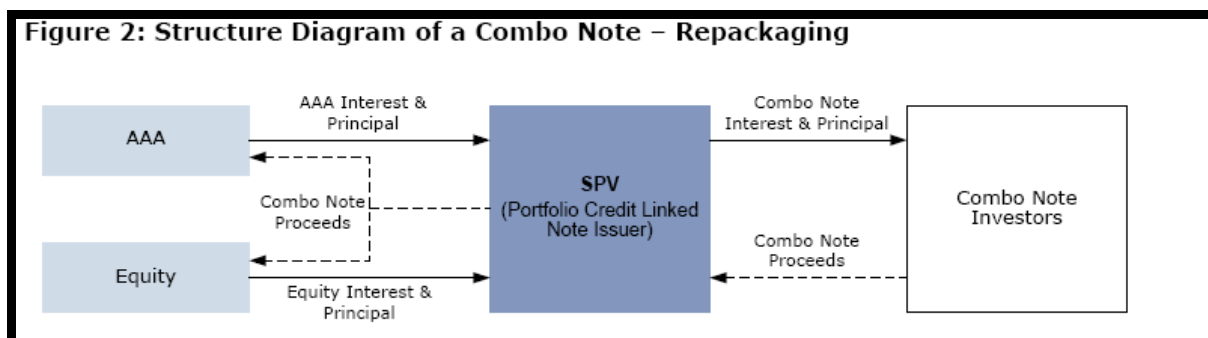
Sono stati collocati inoltre anche *CLO* che prevedono il rimborso del debito con meccanismi di tipo *pro-rata*: ogni *tranche* provvista di *rating* riceve una percentuale del totale del capitale distribuibile commisurata al suo peso nell'ambito del passivo complessivo. In molte di queste operazioni sono previste restrizioni all'utilizzo di questi pagamenti: possono essere effettuati soltanto in presenza di esito positivo dei *test* di copertura e quando l'ammontare del collaterale residuo è superiore al 50% dell'originario. La violazione dei *test*

comporta il ripristino dei pagamenti in forma sequenziale. L'effetto pratico di queste strutture è un incremento della vita media delle obbligazioni *senior* e un più basso rischio di mancato pagamento per le *tranche* subordinate: ne consegue, ovviamente, un incremento della rischiosità del prodotto per inadempienze eccedenti i valori previsti negli *stress test*.

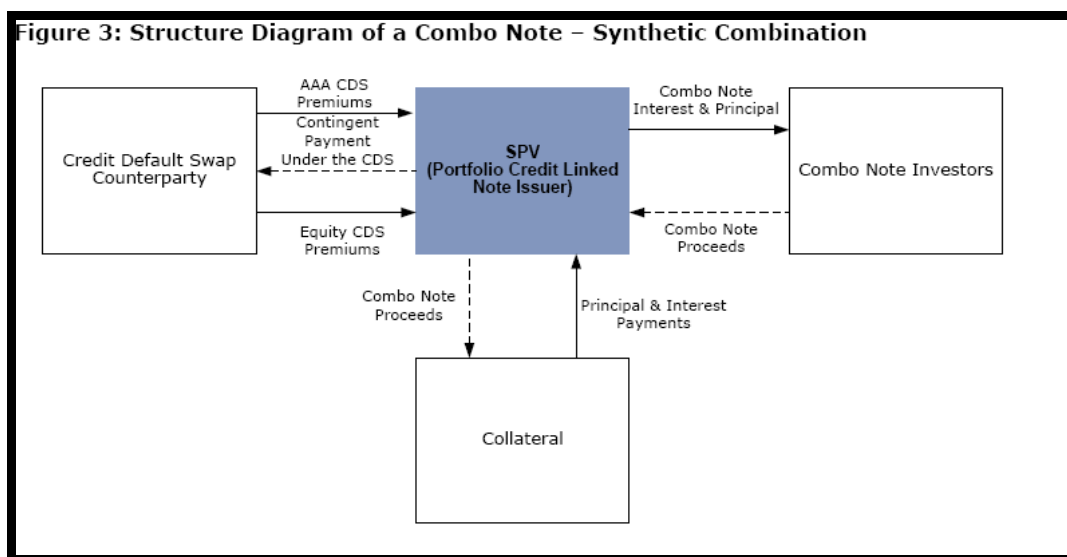
Alcuni veicoli caratterizzati da un processo di costituzione e selezione degli *asset* lungo e laborioso hanno introdotto linee di credito *revolving* e a utilizzo differito: l'obiettivo è di allineare più puntualmente il *timing* della emissione di passività con l'acquisto di prestiti, riducendo il rischio di *carry* negativo.

Quest'ultimo aspetto è valutato sicuramente in modo positivo, anche se va tenuto conto del possibile rischio di controparte in cui può incorrere un *CLO* che, in mutate condizioni di mercato rispetto alle attese, trova difficoltà nel piazzare le sue obbligazioni: ne risulterebbe una struttura più leggera del previsto con livelli inferiori di *excess spread*.

Un'altra novità dell'ingegneria finanziaria in questo campo è rappresentata dalle cosiddette "*combined notes*". Il diagramma che segue ne illustra il funzionamento: nell'ambito del *CLO* viene costituito un nuovo veicolo ad hoc che acquista le *tranche* sintetiche che devono essere combinate, la componente *equity* e la *senior AAA* nell'esempio. Lo *SPV* incassa interessi e capitale da queste due *tranche* e utilizza tali flussi per servire il debito delle obbligazioni combinate.



Una struttura simile può essere realizzata ricorrendo ai derivati, nel qual caso i proventi della emissione delle obbligazioni combinate vengono investiti in *asset* a garanzia: il premio incassato dalla controparte e il rendimento del collaterale finanziano il servizio del debito.



Per l'emittente questi titoli mitigano il rischio insito nell'*equity* e lo rendono dunque negoziabile. L'investitore, invece, viene attratto dal rendimento superiore, dalle diverse combinazioni possibili, e, in molti casi, può effettuare un investimento altrimenti non consentito.

Nel corso degli anni la dimensione della componente *equity* è stata ridotta in modo progressivo dagli organizzatori delle transazioni, alla ricerca di modalità sempre più efficienti e redditizie: le banche dal canto loro hanno cercato di disfarsene con stratagemmi più o meno in linea con la regolamentazione, tramite *total return swap* o cartolarizzazioni.

Proprio al fine di evitare arbitraggi nel campo del patrimonio di vigilanza, l'accordo di **Basilea II** ha dedicato particolare attenzione al regime da applicare alle cartolarizzazioni: da un unico fattore di ponderazione indifferenziato al 100%, si è passati ad una struttura molto più articolata.

Fermo restando l'obbligo di continuare a detenere capitale regolamentare a fronte di tutte le tranche mantenute in portafoglio, un *originator* può escludere le esposizioni cartolarizzate dal calcolo delle attività ponderate per il rischio purchè siano soddisfatte alcune condizioni.

Per le cartolarizzazioni tradizionali:

- il rischio di credito associato sia trasferito in misura significativa a parti terze;
- il cedente non mantenga un controllo effettivo o indiretto sulle esposizioni trasferite. Le attività sono giuridicamente isolate dal cedente in modo che le esposizioni siano poste al di fuori del suo potere di intervento o di quello dei suoi creditori, anche in caso di fallimento o di altre procedure concorsuali. Ciò si verifica rendendo lo SPV *bankruptcy remote*: deve trattarsi di una società appositamente costituita, priva di una precedente operatività, con un oggetto sociale ben definito e circoscritto alla transazione e non suscettibile di incorrere, quindi, in passività *post-closing* non previste dagli investitori e dalle agenzie di rating. Queste condizioni devono essere suffragate da un parere fornito da consulenti legali qualificati. Si ritiene che il cedente abbia mantenuto il controllo effettivo nel caso in cui sia in grado di riacquistare le esposizioni dal cessionario, ovvero sia obbligato ad accollarsene il rischio. Il *servicing*, invece, non costituisce una forma di controllo indiretto;
- i titoli emessi non siano obbligazioni del cedente;
- il cessionario sia uno *SPV*;
- la cartolarizzazione non contenga clausole che consentano un aumento del rischio.

Per le operazioni sintetiche, invece, oltre al trasferimento a terzi del rischio di credito e all'ottenimento di un parere legale circa l'efficacia giuridica dei contratti in tutte le giurisdizioni pertinenti, è richiesto che gli strumenti usati per operare tale trasferimento non prevedano termini o condizioni che limitino l'ammontare del rischio trasferito, come ad esempio clausole che:

- limitano in modo rilevante la protezione del credito o la trasferibilità del rischio creditizio, tipo soglie di rilevanza significative al di sotto delle quali la protezione del credito è ritenuta non attivabile anche al verificarsi di un evento creditizio o clausole che consentono l'interruzione della protezione a seguito del deterioramento della qualità creditizia delle esposizioni sottostanti;
- richiedono all'*originator* di modificare le esposizioni sottostanti al fine di migliorare la qualità media ponderata del credito in portafoglio;
- in risposta al deterioramento della qualità del portafoglio, innalzano il costo della protezione del credito a carico della banca o accrescono il rendimento da corrispondere a parti diverse dall'*originator* quali, ad esempio, investitori e soggetti terzi prestatori di ulteriori forme di garanzia;
- prevedono l'aumento della posizione assunta a fronte della prima perdita o delle altre forme di protezione creditizia offerte dall'*originator* dopo l'avvio dell'operazione.

Anche riguardo alle cartolarizzazioni, l'accordo di Basilea II effettua una netta distinzione tra approccio standardizzato, basato sull'ausilio di valutazioni esterne del merito creditizio, e metodo *IRB (Internal Rating-Based approach)*.

Categoria di rating a lungo termine ⁹⁰					
Rating esterno	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a BB-	B+ e inferiore oppure senza rating
Fattori di ponderazione	20%	50%	100%	350%	Deduzione

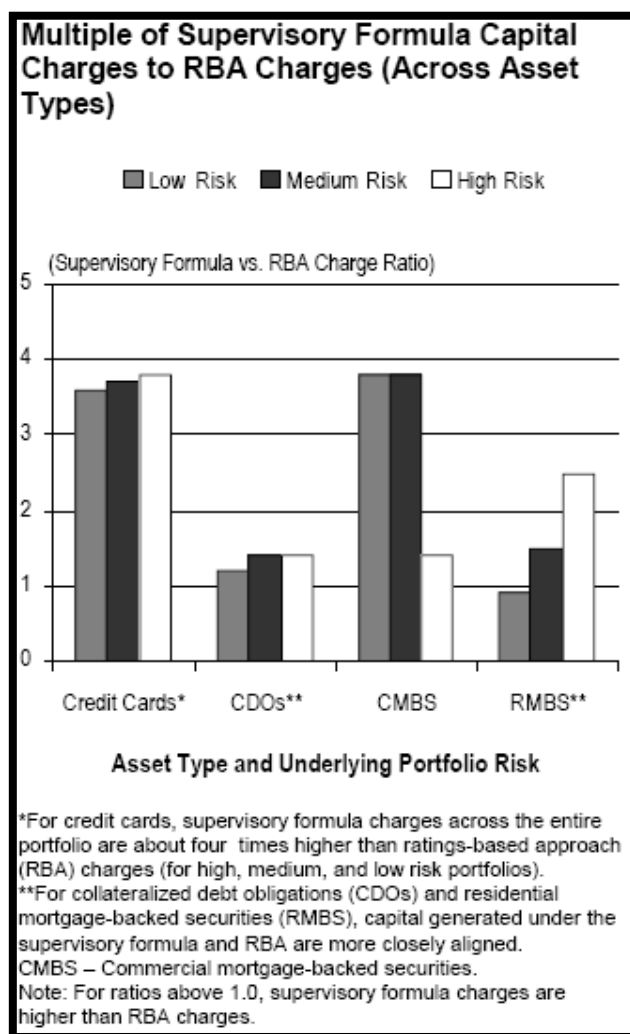
La tabella riporta le ponderazioni, suddivise per classi di *rating*, che dovranno essere applicate dalle banche che utilizzano il metodo standardizzato.

La deduzione, riferita ai rating B+ e inferiori, va equamente ripartita tra *Tier 1* e *Tier 2*.

Fattori di ponderazione RBA da applicare nel caso in cui il rating esterno (o, se disponibile, desunto) rappresenta la valutazione del merito creditizio a lungo termine			
Rating esterno (a titolo esemplificativo)	Ponderazioni per posizioni senior ed esposizioni senior idonee per l'IAA	Fattori di ponderazione di base	Fattori di ponderazione per tranches relative a portafogli non diversificati
AAA	7%	12%	20%
AA	8%	15%	25%
A+	10%	18%	35%
A	12%	20%	
A-	20%	35%	
BBB+	35%	50%	
BBB	60%	75%	
BBB-	100%		
BB+	250%		
BB	425%		
BB-	650%		
Inferiore a BB- e senza rating	Deduzione		

Le banche che seguono l'approccio *IRB* sono tenute a calcolare gli accantonamenti prudenziali su esposizioni derivanti da cartolarizzazioni seguendo il *Ratings-Based Approach (RBA)* per le operazioni con *rating* esterno, o *rating* desunti o la Formula Prudenziale (*Supervisory Formula, SF*) per le transazioni prive di *rating* (cfr. tabella).

A questo riguardo, per quanto concerne l’impatto che la nuova normativa dispiegherà in concreto sulle cartolarizzazioni, si stima che in generale le banche saranno tenute a detenere minor capitale regolamentare per le tranche con *rating* di un’agenzia rispetto a quelle che ne sono sprovviste.

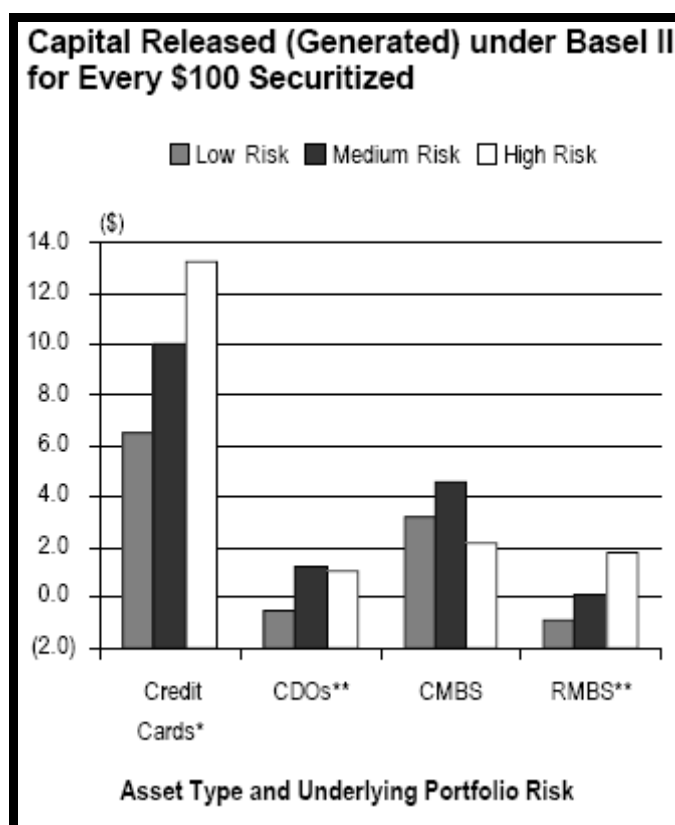


Il grafico¹ evidenzia effetti differenziati su diverse forme di *securitization*: per i *CDO* la presenza o meno del *rating* influisce relativamente poco soprattutto in paragone a cartolarizzazioni su carte di credito e mutui ipotecari (*CMBS*). Un’analisi differenziata per merito di credito evidenzia, invece, che a fronte di un impatto minimo sulle classi migliori (AAA) e sulla *tranche equity*,

¹ Fitch Ratings

gli accantonamenti risultano 12x più alti per la tranche A- e 4x per le tranche BB e AA: ciò è dovuto sostanzialmente ai *cap* e *floor* che la nuova normativa prevede per la formula prudenziale.

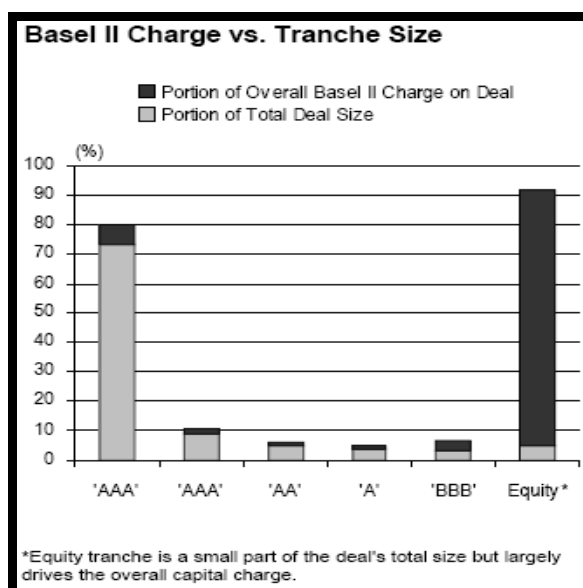
A differenza delle altre *asset class* del grafico, inoltre, per i *CDO* non sembrano sussistere incentivi particolari per le banche, sotto il profilo dei requisiti patrimoniali, a scegliere tra l'investimento diretto in queste strutture o nei sottostanti (obbligazioni e prestiti). Saranno le dinamiche di mercato, più che gli arbitraggi patrimoniali, a indirizzarne le scelte.



Il grafico sopra riportato conferma che nel caso dei *CDO*, l'impianto del nuovo sistema regolatorio ha un effetto sostanzialmente neutro, in linea con quello che idealmente avrebbe dovuto essere un obiettivo della riforma: in fondo, il rischio di un *pool* di attività non varia con la loro cartolarizzazione. Viene, inoltre confermato il ruolo chiave che i *CDO* hanno avuto nell'ambito

della formulazione della nuova normativa per la parte che interessa la *securitization*.

Ben diverse sono le considerazioni da fare in relazione alla strutturazione delle operazioni: la nuova normativa appare infatti estremamente penalizzante per le *tranche* subordinate. Le banche saranno indotte a realizzare strutture composte prevalentemente da *tranche* da BBB- in su e a vendere le porzioni *junior* a operatori del mercato che non sottostanno alle regole di Basilea II, in particolare gli *hedge fund*, oppure a coprirsi tramite derivati. Come visto nelle tabelle precedenti, sia per il metodo standardizzato che per l'*IRB*, la scala dei fattori di ponderazione presenta uno scalone tra l'*investment* e lo *speculative grade* che, per quanto giustificato dai diversi livelli di rischio, potrebbe originare requisiti patrimoniali incoerenti tra diverse transazioni. Per le banche che adottano il metodo standardizzato, inoltre, il capitale regolamentare per le esposizioni mantenute in bilancio potrebbe eccedere quello richiesto per l'intero portafoglio non cartolarizzato. Il punto è particolarmente importante per i *CDO* che presentano una *tranche* di *equity* relativamente grande che svolge il ruolo di supporto al credito delle *tranche senior*. Il grafico che segue è indicativo: il 90% della struttura vanta *rating* A e superiore, ma, in termini di capitale regolamentare, la *tranche junior* pesa per l'85%.



Prima di concludere, un breve accenno all'impatto che i **nuovi principi contabili internazionali (IFRS)** hanno sulle cartolarizzazioni e, quindi, anche sui CLO.

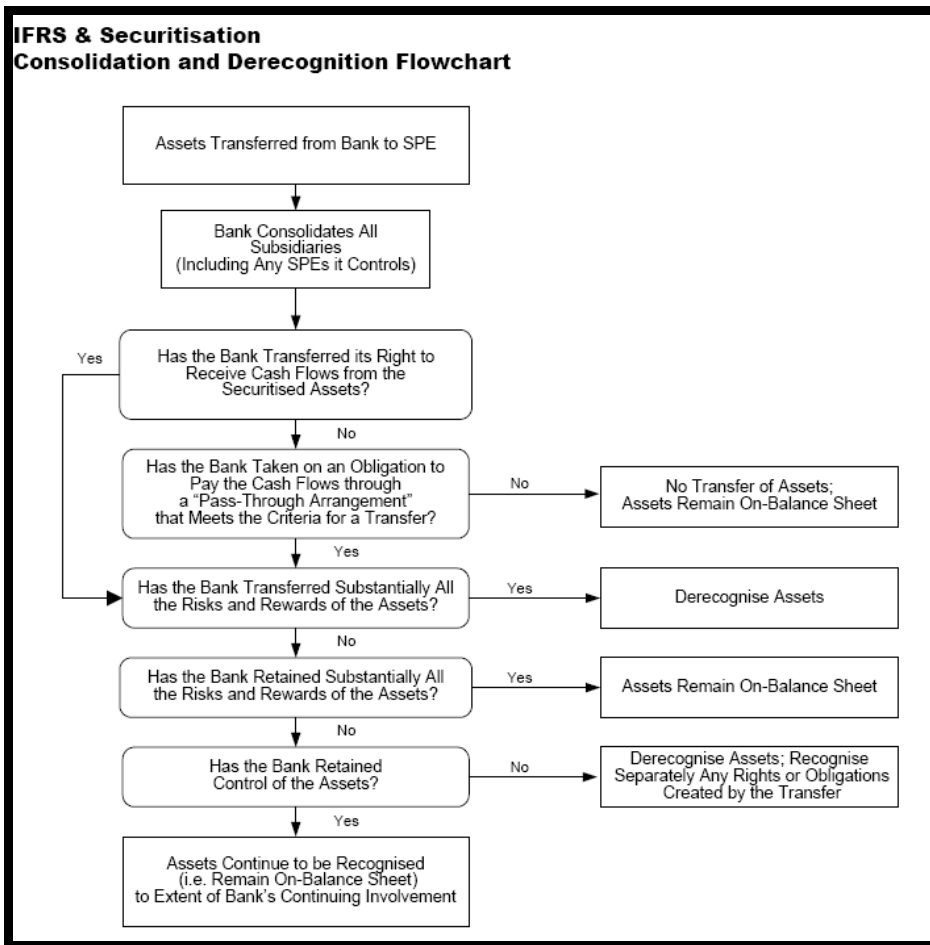
Lo IAS 27, "*Consolidated and Separate Financial Statements*", recita testualmente: "*Parent-subsidiary relationships are determined not solely by looking at the degree of legal ownership, but also by considering whether the reporting entity has control over the entity in question.*" Questa frase tocca uno dei due punti principali della nuova normativa sulla *securitisation*, il consolidamento dello SPV nel bilancio della banca originante.

Il SIC 12 ("*Consolidation - Special Purpose Entities*"), in linea con la filosofia dell'intero impianto normativo, assegna priorità alla sostanza piuttosto che alla forma in quanto stabilisce che il veicolo della cartolarizzazione si intende controllato dalla banca e quindi deve essere consolidato, non soltanto quando la maggioranza dei diritti di voto sia in capo a questa, ma anche qualora sia esercitato un controllo di fatto ravvisabile in accordi parasociali e/o un'analisi di rischio/benefici (*risk/reward*) dia esito positivo.

L'altro punto è la cosiddetta cancellazione dal Bilancio dei crediti ("*derecognition of securitised assets*") sottostanti una cartolarizzazione, i prestiti ad alta leva nel caso dei *collateralised loan obligation*.

Il diagramma che segue illustra le varie fasi in cui si deve articolare l'analisi della banca nel determinare la possibilità o meno di attuare la cosiddetta "*derecognition*" degli attivi.

Il primo *step* consiste nello stabilire se si è effettivamente realizzato un trasferimento di attività che prende forma nel momento in cui la banca originante perde il diritto contrattuale di ricevere i flussi di cassa delle attività



sottostanti o ha concluso un accordo (“*pass-through arrangement*”) in base al quale continua a detenere diritti su tali flussi ma assume un’obbligazione contrattuale di girarli ad una o più controparti .

In secondo luogo, viene valutata la misura in cui la banca è ancora esposta ai rischi e ai benefici della proprietà degli *asset* (*continuing involvment*) : tale valutazione deve essere effettuata mettendo a confronto l’esposizione del cedente prima e dopo il trasferimento, con riferimento alla variabilità nel tempo degli importi dei flussi di cassa netti degli attivi. L’attualizzazione utilizza un appropriato tasso corrente di mercato e stima ragionevolmente i flussi futuri.

Infine, se il cessionario è titolato a vendere gli *asset* senza restrizione alcuna si ritiene che la banca abbia effettivamente ceduto il loro controllo.

Annex 1: Comparison of IFRS and Basel II Approaches to Securitisation		
Issue	IFRS	Basel II
Is the transfer of assets effective, i.e. has a "clean-break" been achieved?	<p>IFRS do not consider the mechanism of transferring assets to a bankruptcy-remote vehicle (SPE) to be sufficient to achieve a transfer of economic risks. Although the assets may be legally segregated, the originating bank could still be exposed to the risks of the assets through its 'control' of the SPE. IFRS typically require originating banks to consolidate their SPEs (IAS27 and SIC12).</p> <p>A transfer may nevertheless have occurred if:</p> <p>(a) the bank no longer has a right to receive cash flows from the assets, or</p> <p>(b) has taken on an equivalent obligation to pay those cash flows through a qualifying 'pass-through arrangement' (IAS39).</p> <p>If the bank is no longer exposed to 'substantially all' the risks and rewards of the assets, it derecognises (i.e. takes off-balance sheet) the assets. If it remains exposed to 'substantially all the risks and rewards', it continues to recognise the assets.</p>	<p>To obtain capital relief on securitised assets a bank must transfer significant credit risk associated with the securitised exposures to third parties.</p> <p>The assets must be transferred to a legally remote vehicle; securities issued by the vehicle must not be obligations of the originating bank; and the bank must not retain effective or indirect control over the transferred assets.</p> <p>The securitisation structure should not allow for any increases in the originating bank's initial exposure after the inception of the transaction, e.g. through increases in credit enhancement, first loss pieces or non-qualifying clean-up calls.</p>
To what extent is the bank exposed to residual risks in the securitised assets?	<p>When a bank has neither retained nor transferred substantially all the risks and rewards of the assets, one of the following applies:</p> <p>If the bank no longer has control of the assets, the assets are derecognised. Separate assets or liabilities may be recognised at the same time, for example, reflecting deferred consideration or servicing rights.</p> <p>If the bank controls the assets, the assets are derecognised except to the extent of the bank's "continuing involvement". A new asset and liability are created to reflect the continuing involvement, measured at the maximum extent of the bank's exposure. Examples of continuing involvement include subordinated interests, clean-up calls, substitution rights and credit enhancement.</p>	<p>The bank incurs capital charges on all of its retained exposures to the securitisation, including retention of subordinated tranches, provision of credit enhancement, extension of liquidity facilities, investment in securities issued by the SPE etc.</p> <p>Exposures that are deeply subordinated in the securitisation structure are likely to be fully deducted from the bank's regulatory capital.</p> <p>For banks using the Standardised Approach, capital charges for retained exposures could exceed the equivalent charges on the unsecuritised portfolio.</p>

Source: Fitch

Nella tabella viene effettuato un paragone tra il diverso approccio che i nuovi principi contabili internazionali e la normativa di Basilea II hanno sulla cartolarizzazione, riguardo, in particolare, al trasferimento del rischio di credito e al rischio residuale in capo alla Banca nei confronti degli attivi cartolarizzati.

L'approccio *IFRS* potenzialmente sopravvaluta l'esposizione degli *originator* in quanto le cartolarizzazioni realizzano, in diversa misura, il trasferimento del rischio di credito e, sotto questo aspetto, il prescritto integrale consolidamento dei veicoli esagera il livello di rischio trattenuto, che, invece, è l'aspetto enfatizzato maggiormente dalla normativa regolamentare che pur considera l'efficacia del meccanismo di *CRT* utilizzato.

Basilea II, d'altro canto, appare penalizzante in modo eccessivo rispetto alle *tranche* più subordinate usate come supporto al credito.

In teoria, la nuova normativa IRFS può creare un disincentivo alla cartolarizzazione, anche se, in pratica, è ragionevole prevedere una maggiore attenzione delle banche per l'aspetto regolamentare che non per il trattamento contabile: il riconoscimento di un *continuing involvement* e il ripristino in bilancio di poste titolarizzate non è da considerarsi pregiudizievole nella misura in cui non richiede un aumento degli accantonamenti regolamentari.

Nell'ambito della finanza strutturata, le **agenzie di rating** hanno sempre svolto il ruolo di *standard setter* e, in qualità di controllori delegati, contribuiscono a superare le asimmetrie informative tipiche del settore. Con il nuovo regime di Basilea II il loro ruolo è destinato a crescere, così come i conflitti di interessi.

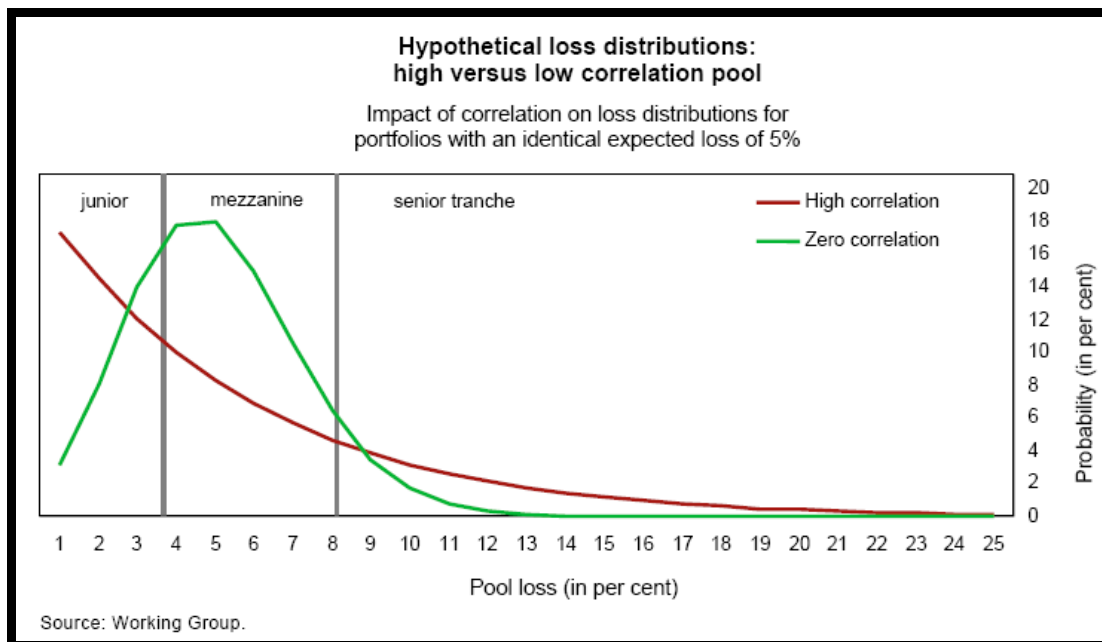
La tabella che segue sintetizza le principali differenze nei processi di *rating* tradizionale e di finanza strutturata: gli attivi sottostanti le cartolarizzazioni fanno riferimento a debitori diversi, ogni *tranche* riflette una particolare posizione nell'ambito della struttura, accordi specifici stabiliscono l'allocazione dei flussi di cassa tra le varie *tranche*, e, sempre più spesso questi attivi vengono rinegoziati frequentemente alterando la composizione del portafoglio iniziale.

Structured finance versus traditional credit ratings: commonalities and differences		
Issue	Structured finance	Traditional
Rating process	Basically identical: analyst review, credit committee	
Rating concept	Identical rating basis: expected loss (EL) or default probability (PD)	
	Tranching can create securities with same expected loss, but much different unexpected loss properties	Expected loss may be a reasonable proxy for credit risk
Structural features	More "complex" - extensive analysis of "moving parts" required	Structural features, such as bond covenants, exist - but analysis less extensive
Credit risk analysis	Controlled environment enables more model-based, quantitative analysis of asset pool; emphasis on the relatively easily definable cash flow generated by the underlying asset pool; known maturity	More limited scope for quantitative analysis of overall balance sheet/franchise; emphasis on the cash flow generated by the obligor's ongoing business activities (issuing entity is going concern)
Conflicts of interest	Exist in both cases	
	Between originators, investors, third parties - more transparent, easier to control, requires structural mitigants	Between shareholders, different debt holders, management - more difficult to control (covenants)
Nature of rating	Pronounced ex ante nature (targeted ratings, iterative process, rating issued at inception); more model-based; greater flexibility to adjust structural factors	Ex post, though with ex ante element (pre-rating feedback, issuer first rated in mid-life); more judgmental; limited issuer ability to adjust credit characteristics
Performance	More stable on average, but larger changes - significant instability of particular asset classes	Benchmark for structured finance ratings via EL/PD mapping

Source: Working Group.

Le agenzie, ma anche gli *sponsor* e gli investitori, sono chiamati a individuare e capire non soltanto la probabilità di insolvenza, ma anche tutti quei rischi collaterali che sono insiti nella struttura stessa della transazione: se in un contesto tradizionale la stima della perdita attesa può essere considerata un valido *proxy* del rischio di credito, nella finanza strutturata le varie tranche possono essere caratterizzate da perdite inattese molto differenziate. La scadenza implicita del portafoglio di *asset* richiede una valutazione dei flussi di cassa prospettici molto più vicina alle tecniche utilizzate per la finanza levereggiata e di progetto: una valutazione fondamentale preventiva, *ex ante*, basata più su modelli matematici che non su considerazioni soggettive, ma al tempo stesso più flessibile. Le agenzie di rating utilizzano

prevalentemente un modello di rischio creditizio strutturale semplificato (simulazione Montecarlo) in cui gli eventi di inadempienza si verificano ogniqualvolta gli attivi di un debitore risultano di valore inferiore alle passività: le probabilità di insolvenza e le correlazioni stimate tra asset vengono imputate nel sistema e l'*output* rappresenta la base per l'attribuzione del livello di subordinazione alle varie *tranche*. La notevole diversificazione ottenibile nella realizzazione di un veicolo strutturato determina la produzione di *rating* molto più stabili nel tempo.



Un aspetto di particolare interesse è dato dalla correlazione, cioè la probabilità che l'inadempienza di una tranche aumenti la probabilità di default di un'altra: il grafico indica che gli *asset pool* con un basso grado di correlazione denotano una distribuzione di perdite a forma campanulare asimmetrica tipica della distribuzione binomiale. In presenza di una elevata correlazione, invece, la distribuzione delle perdite si concentra nelle code, rendendo quindi più probabile perdite alte o nulle: la dispersione maggiore determina un maggior rischio di insolvenza per le *tranche senior*.

Moody's and Standard and Poor's basano la loro analisi sull'assunto che due attivi di diversi settori economici siano totalmente indipendenti tra loro, con una correlazione molto alta, intorno al 25-30%. *Fitch* ha invece sviluppato un modello intersettoriale che mutua dati anche nelle correlazioni nell'ambito del mercato azionario.

CONCLUSIONI

In molti si chiedono quali possono essere le conseguenze sull'attività di *private equity* della tensione creditizia che si è venuta a creare nel sistema bancario. Per dare una risposta bisogna anzitutto ripercorrere velocemente alcuni elementi fondamentali dell'attività di investimento nel capitale di rischio. Come noto, l'obiettivo di qualsiasi operatore di *private equity* è quello di ottenere un ritorno sul proprio investimento, misurato in termini di *IRR*, il quale dipende da tre elementi: (i) l'effettivo incremento di valore della partecipazione acquisita; (ii) la eventuale differenza tra criteri di valutazione adottati in fase di acquisto e di vendita (arbitraggio); (iii) il livello di leva finanziaria.

L'importanza di questi elementi varia in funzione dell'andamento generale dell'economia e dei mercati finanziari, della *performance* delle imprese partecipate e della specifica tipologia di investimento adottata dall'operatore di *private equity*.

Il *risk repricing* intervenuto nell'estate del 2007 modifica sostanzialmente il quadro in cui tali operatori hanno agito negli ultimi anni: il rapporto di forza estremamente sbilanciato in loro favore, che ha permesso la creazione di strutture sempre più aggressive, deve considerarsi un ricordo del passato. Le future transazioni terranno in conto maggiormente le esigenze dei finanziatori. Sarà sicuramente più difficile portare a termine operazioni lampo, caratterizzate spesso da secondari o, addirittura, *tertiary buyout*, e rese possibili da multipli in costante progresso. Le società di *private equity* non potendo più contare su credito abbondante e dovendo far fronte a condizioni più stringenti, non potranno più permettersi di pagare multipli elevati per conquistare le società *target*. Sarà più difficile mettere a frutto i propri fondi al ritmo incessante degli ultimi anni, creare megafondi o quotarsi in Borsa.

Tale situazione andrà inevitabilmente ad incidere sui ritorni che potranno essere generati: a parità di condizioni, un più contenuto utilizzo della leva finanziaria, o, comunque, un suo maggior costo, ha come conseguenza un ritorno sull'investimento più basso. E' quindi logico prevedere una diminuzione degli *IRR* sulle operazioni di *leveraged buyout* ed una conseguente riduzione dei prezzi che gli operatori saranno disposti a pagare. La contrazione dei rendimenti potrebbe a sua volta incidere sulla capacità di *fund raising* del settore, il quale rischia di diventare un po' meno competitivo, sia in termini di potere di acquisto rispetto ai concorrenti strategici, sia in termini di attrazione di risorse finanziarie ed umane. Un tendenziale rallentamento dell'attività di raccolta e forse della dominanza pressoché assoluta goduta dai fondi di *private equity* nell'attività di fusioni ed acquisizioni sono conseguentemente anche ragionevolmente ipotizzabili.

Anche l'arbitraggio tra valutazioni in acquisto e in vendita potrebbe cambiare: non è infatti da escludere che i criteri di valutazione vadano a mutare ed i multipli ad abbassarsi, rendendo più complesso il raggiungimento di adeguati ritorni. Se queste considerazioni e previsioni risultassero corrette, agli operatori di *private equity* non rimarrebbe che puntare meno sull'ingegneria finanziaria, e più sull'effettivo incremento di valore delle aziende acquistate, concentrandosi su sviluppo, innovazione, managerializzazione, aumento della redditività e della capacità competitiva, anche attraverso una accelerata crescita dimensionale a livello nazionale ed internazionale. Si svilupperà, a nostro avviso, una selezione che lascerà attivi soltanto gli operatori più professionali ed esperti, capaci di individuare e valorizzare imprese *underperforming* con potenziale di miglioramento.

BIBLIOGRAFIA

A

Acharya, Viral V., and Timothy C. Johnson, 2005, Insider Trading in Credit Derivatives, *Journal of Financial Economics*

Alexander P. Groh, Darmstadt University of Technology, e Oliver Gottschlag, HEC School of Management, "The risk adjusted performance of US Buyouts"

Altman E., "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, SEPT. 1984

Altman, Edward I., Amar Gande, and Anthony Saunders, 2005, Informational efficiency of loans versus bonds: Evidence from secondary market prices, NYU Working Paper

"American Wealth : the new king of Wall Street", *Fortune*, 12 marzo 2007

Andrade, G. and S. Kaplan, 1998, How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed, *Journal of Finance* 53, 1443-1532

Assessing risks to global financial stability, International Monetary Fund, SEPT. 2007

Axelsson U., Stroemberg P. and Weisbach, "Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds", JAN. 2007

B

Bank of England ,Financial Stability Report OCT. 2007, su dati BIS, Federal Reserve, European Securitisation Forum, Fitch Ratings Ltd, McKinsey Global Institute, Standard and Poor's

"Bankers start to combine loan, bond road shows" *Buyout magazine*, NOV. 2007

BIS Quarterly Review, DEC. 2007

Barontini R., “Costi del fallimento e gestione delle crisi nelle procedure concorsuali”, in L. Caprio (a cura di), *La gestione delle crisi d’impresa in Italia*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

Belcredi M., “Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni’90”, in L. Caprio (a cura di), *La gestione delle crisi d’impresa in Italia*, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

Bekter, B.L., 1995, Managements incentives, equitys bargaining power and deviations from absolute priority in Chapter 11 bankruptcies, *Journal of Business* 68:2, 161-183

Berger, T. Hannan “Using efficiency measures to distinguish among alternative explanations of the structure performance, Board of Governors, 1993

Bhattacharya and Daouk, “The world price of insider trading” *The Journal of Finance*, 2002

Blanco, Robert, Simon Brennam and Ian W.Marsh, 2004, An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps, *Journal of Finance* 60, 2255-2281

Brav, A., Jiang, W. Partnoy, F. Thomas, R. (2007) *Hedge Fund, Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*

Bratton, W.W. (2007) *Hedge Fund and Governance Targets*, ECGI Law Working Paper Nr.80

Brealey R.A., Myers S. (2000), *Principles of Corporate Finance*”, NY, McGraw – Hill.

C

“Carlyle steps into the light”, *Business Week*, 12 FEB. 2007

CDx Survey – Market volumes continue growing while new cvoncerns emerge, *Fitch Ratings*, JULY 2007

CDS implied ratings, *Fitch Ratings*

Cecchetti S., "A better way to organise securities markets", FT,comment and analysis, OCT. 2007

CLOs more concentrated in shareholder-friendly and covenant light loans, Fitch Ratings, DEC. 2006

Credit Derivatives update, Fitch Ratings, MARCH 2007

Credit Risk Transfer, Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, JUNE 2003

Cutler, D.N. and L.H. Summers, 1988, "The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil Litigation," Rand Journal of Economics (Summer), 157-172

D

Denis D. e Denis D, "Leverage recaps in the curbing of corporate overinvestment", Journal of Applied Corporate Finance, vol. 6, n. 1 , 1993, pagg 60-71

"Disclosure and Transaprency in Private Equity", Walker Group. LUG. 2007

Doanldson G., Strategy for financial mobility", Boston 1969, Harvard Graduate School of Management

"Do hedge fund managers misreport returns? Evidence from the pooled distribution" N. Bollen e V. Pool, OCT. 2007

E

ECB, Corporate Finance in the Euro Area, occasional paper series n. 63, JUNE 2007

ECB, Financial Stability Review, JUNE 2005

Economist, Private equity funds look for strenghts in numbers, Peter Cornelius, Oliver Gottshlag e Maurizio Zollo, 6 APRIL 2006

European Leveraged Loan review 3q07

“European Private Equity Funds – A Cash Flow Based performance analysis, Christopher Kaserer, Christian Diller, Centre for Entrepreneurial and Financial Studies, Monaco, MAY 2004

F

Federal Reserve Bank of New York, A. Ashcraft e J. Santos, “Has the credit default swap market lowered the cost of corporate debt?”, JULY 2007

Financial Stability Report, Bank of England, OCT. 2007

Floreati R., “L’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: un’analisi delle procedure dal 1979 al 1996”, in L. Caprio (a cura di), La gestione delle crisi d’impresa in Italia, Milano, Mediocredito Lombardo, 1997

FMI, “Global Financial Stability Report”, SEPT. 2007

G

Gertler M., “Financial Structure and aggregate economic activity: an overview”, Money, Credit and Banking, AUG. 1988, pp 559/588

Gertner R. e Scharfstein D. “A theory of workouts and the effects of reorganizational law”, 1991, Journal of Finance, 46, 1189-1222

Global Financial Stability Report, IMF, April 2006

Gold Sheet, Loan Pricing Corporation, NOV. 2007

Gompers and J. Lerner, Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations” Journal of Finance Economics, 55, 2000

Gompers, Paul, and Josh Lerner (1999b), “The Venture Capital Cycle”, MIT Press: Cambridge

Gompers, Paul, and Josh Lerner (2000), “Money Chasing Deals?: The impact of Fund Inflows on the Valuation of Private Equity Investments”, Journal of Financial Economics 55: 281-325

Gottshlag O., N. Loos and M. Zollo (2004) “Working out where the value lies”, European Venture Capital Journal.

Gottshlag and Zipser “Money chasing deals and deals chasing money: the impact of supply and demand on buyout performance, 2006

Gupta, A. Singh, A. Zebedee, Liquidity in the pricing of syndacated loans, Journal of financial markets, APR. 2007

H

Hedge Funds: the credit market’s new paradigma”, Fitch Ratings, special report, JUNE 2007

High Yield and Leveraged Loan Market Review, 2006, Fitch Ratings

Holmstroem and J. Tirale, “Market liquidity and performance monitoring”, Journal of Political Economy, 1993

Hotchkiss, Edith S., and Tavy Ronen, 2002, The informational efficiency of the corporate bond market: An intraday analysis, Review of Financial Studies 15, 1325-1354

Hull, Predescu and White, “The relationship between credit default swaps, bond yields and credit rating announcement”, Journal of Banking Finance, 2004

I

Internation Business Owners Survey

Ivashina, V. e Zheng, S. “Institutional stock trading on loan market information”, AUG. 2007

J

James S. Ang, Jess H. Chua, John J. McConnell, “The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A note”, The Journal of Finance, Vol. 37, No. 1 (Mar., 1982), pp. 219-226

James C. e Smith D., “Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process” in J. Stern a D. Chew - a cura di - The

Revolution in Corporate Finance, Malden MA, Blackwell Publishing, 2003, pagg. 278-290

Jenses M., “Agency costs of free cash flow, corporate finance and capital structure”, American Economic Review, vol. 76, 1976, pagg. 323-329

Jerold B. Warner, “Bankruptcy Costs: Some Evidence”, The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, September 16-18, 1976 (May, 1977), pp. 337-347

J.P. Morgan e Fitch Ratings 2006

K

Kaplan S., “Campeau’s acquisition of Federated: value destroyed or value added”, Journal of Financial Economics, vol 25, 1989, pagg 191-212

Kaplan, Steven, and Jeremy Stein (1993) “The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s”, Quartely Journal of Economics, 108, 313-358

Kyle. A, 1985, “ Continuous auctions and insider trading”, Econometria, vol. 53

L

“Large Banks and Private Equity Sponsored Leveraged Buy-out, APRIL 2007 e “Financial Stability Review”, JUNE 2007

“LBO Bridge financings: hard commitments, hard choices, and cheap options, Covenant Review, AUG 2007

LBO Deals and Large U.S. and European Banks : some pain near-term, no systemic risk, SEPT. 2007

LCD Loan European Leveraged Review, 3Q07

“Loan-only credit default swaps”, Fitch Ratings, MAY 2006

Longstaff, Francis A., Sanjay Mithal and Eric Neis, 2005, Corporate yield spreads: Default risk or liquidity? New evidence from the credit-default swap market, *Journal of Finance* 60, 2213-2253

M

Massa, Massimo, and Zahid Rehman, 2005, Information flows within financial conglomerates: evidence from the banks-mutual fund relationship, Working Paper

McCauley, Ruud J. Lacono F., Leveraged buyouts, Inception, Evolution and future trends, 2000

Modigliani – Miller, “The cost of capital, Corporation Finance and the theory of investment”, *American Economic Review*, 1958

“Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations” P. Gompers, G. Lerner, *Journal of Financial Economics*, 2000, Elsevier

P

Palepu K., “Consequences of LBO” , *Journal of Financial Economics*, vol. 26,1990, pagg. 143-16

“Pricing and performance of loans bundled with underwriting”, Yang Lu, Department of Finance, Stern School of Business New York University, SEPT. 2006

Private Equity Intelligence Report, AUG. 2007

R

Rapporto Private Equity Monitor 2006 , Università Carlo Cattaneo LIUC

Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.E. (1997), *Finanza Aziendale*, Bologna, Il Mulino

S

Schoar, W. Wang, febbraio 2005, NBER working paper series

Shell, James (2006), Private Equity Funds. Business Structure and Operations (Rel. 12). Law Journal Press, NY

“Smart Institution, foolish choices? The limited partner performance puzzle”, J. Lerner, A.

“SME access to finance” Flash Eurobarometer, The European Commission, 2005

Smith C., “Corporate ownership structure and performance: the case of management buyouts”, Journal of Financial Economics, vol. 27, 1990, pagg 143 – 164

“Speculative grade bilance sheets becoming more loan-heavy – recovery prospects at risk”, Fitch Ratings, MAY 2007

“Stock of covenant-weak loans could affect recovery rates” Fitch Ratings, NOV 2007

Synthetic CLOs using total return swaps; Fitch Ratings, MAY 2006

T

The Economics of Private Equity Funds, A. Metrick e A. Yasuda, University of Pennsylvania, The Wharton School, FEB. 2007

The Euro Area Bank Lending Survey, ECB, OCT. 2007

The securitization conduit, vol. 8, 2005/2006, Andreas Jobst, IMF

“The SME financing gap: theory and evidence” Volume 1, OECD, 2006

“Troppi i rischi che sfuggono alle banche”, Il Sole 24 Ore, 7 NOV. 2007

U

"Unquote Private Equity Barometer Q3 2007, Incisive media, Candover

V

Vender J. (1986), "Il Leveraged buyout, una tecnica finanziaria per acquisire la proprietà di un'azienda", Finanza, Marketing e Produzione, N. 1

W

Weiss, L., 1990, "Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims", Journal of Financial Economics 27, October, 285-314

White M. J. (1983). Bankruptcy costs and the new bankruptcy code, J. Finance 38, 477-504

Wittenberg-Moerman, The impact of information asymmetry on debt pricing and maturità, nov. 2006