



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 amministrate. 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.

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

Axelson 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 concerns 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 paradigm”, 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