

Le operazioni sul capitale: effetti sulle performance aziendali

Prof.ssa Francesca Di Donato

RELATORE

Prof. Eugenio Pinto

CORRELATORE

Paolo Pio Gentile
Matr. 748501

CANDIDATO

Indice

<i>Introduzione</i>	5
CAPITOLO 1. LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE	7
1.1 Performance management e key performance indicator	7
1.2 La Balanced Scorecard.....	12
1.3 L'analisi di bilancio e la performance economica	15
1.4 La performance del top management misurata come variazione del capitale economico.....	25
1.5 Il reporting	27
CAPITOLO 2. LE OPERAZIONI DI M&A E GLI EFFETTI SULLE PERFORMANCE	29
2.1 Le operazioni di M&A.....	29
2.1.1 Obiettivi di un'operazione di M&A	29
2.1.2 Le tipologie di integrazione	34
2.1.3 Il processo di acquisizione	34
2.2 L'attività di M&A in Italia e nel mondo: situazione attuale e prospettive future.....	38
2.3 M&A e performance	40
2.3.1 Le sinergie	40
2.3.2 Motivi di insuccesso di un'operazione di M&A: i casi Microsoft-Nokia e Daimler-Chrysler	43
2.3.3 Analisi delle performance post merger: il caso EssilorLuxottica SA.....	46
CAPITOLO 3. GLI INVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY E GLI EFFETTI SULLE PERFORMANCE	56
3.1 I fondi di private equity.....	56
3.1.1 Struttura, organizzazione e remunerazione	56
3.1.2 Scelta delle target.....	58
3.1.2 Modalità di raccolta dei capitali e investimento	60
3.1.4 Le strategie per il miglioramento delle performance.....	62
3.1.5 Exit strategy.....	64
3.1.6 Esempi di investimenti da parte di fondi di private equity: i casi Burger King e Toys "R" Us	65
3.2 Il contributo dei private equity all'attività di M&A.....	68
3.3 Analisi delle performance post investimento di un fondo: il caso Moncler S.p.A.	69
CAPITOLO 4. LA LEVA FINANZIARIA: RETTA DI REGRESSIONE PER CAPIRE LA RELAZIONE TRA CAPITAL STRUCTURE E PERFORMANCE POST M&A	81
4.1 L'acquisition financing.....	81
4.2 Capital structure	84
4.3 Retta di regressione tra capital structure e performance.....	89
<i>Conclusioni</i>	98
<i>Bibliografia</i>	100

Introduzione

Il presente elaborato propone di approfondire la tematica delle performance d'impresa a seguito della realizzazione di un'operazione di finanza straordinaria.

È risaputo infatti che le acquisizioni, le merger, gli investimenti in delle corporate da parte dei fondi e così via sono operazioni finalizzate ad ottenere migliori performance e rendimenti più soddisfacenti per tutti gli investitori.

Il primo capitolo dell'elaborato si focalizza sulla necessità di implementare un processo di misurazione delle performance basato sull'individuazione e calcolo di indicatori dalla cui interpretazione può poi derivare un giudizio sulle medesime. Sezione fondamentale di tale capitolo è l'approfondimento sulla riclassifica dei prospetti di bilancio e sulle principali misure finanziarie e indicatori di redditività per poter effettuare l'analisi della performance.

Nel secondo capitolo si parlerà invece delle operazioni di merger e acquisition, facendo un cenno alle motivazioni strategiche che portano sempre più investitori a realizzare tali operazioni, alle tipologie di integrazione che possono essere attuate, al processo che porta alla conclusione di un deal e ai motivi per cui un'operazione può portare a non realizzare gli effetti previsti e sperati, facendo anche alcuni esempi. Sicuramente, in tale capitolo è utile soffermarsi soprattutto sulla sezione che discute dei driver di miglioramento della performance a seguito della realizzazione di tali operazioni, in primis su tutti le sinergie, analizzando anche un caso studio.

Il terzo capitolo, invece, approfondisce la particolare logica di investimento che guida i fondi di private equity nella loro attività: dopo aver fatto un cenno a come questi sono organizzati, come raccolgono i capitali, come scelgono le target e le modalità di uscita dall'investimento, è interessante analizzare alcuni casi reali di investimenti da parte di fondi e un caso studio per capire effettivamente gli impatti sulle performance dell'attività di investimento da parte di questi.

Infine, l'ultimo capitolo, dopo aver discusso in maniera più approfondita le questioni legate alle decisioni di acquisition financing da parte degli investitori, propone un'analisi empirica: nello specifico, è stata effettuata una regressione con dati panel per capire la relazione che intercorre tra la capital structure dell'acquirente, a seguito delle decisioni di finanziamento del prezzo dell'operazione, e le performance di quest'ultimo.

Come si può già capire in questa fase, l'approccio utilizzato dal candidato è pratico e pragmatico, cercando di soffermarsi su aspetti pratici inerenti alle questioni trattate e facendo diversi esempi e casi di studio, oltre che analisi empiriche, evitando di riprendere eccessivamente la letteratura riguardo tali argomenti già ampiamente discussa in altre sedi.

CAPITOLO 1. LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE

1.1 Performance management e key performance indicator

Il performance management è un processo fondamentale che ogni organizzazione consapevole deve implementare. Infatti, tale processo di feedback propone di verificare se i risultati ottenuti tramite la conduzione delle attività programmate soddisfano gli obiettivi che erano stati definiti in sede di pianificazione. Si tratta, quindi, di un processo circolare che prevede prima una fase di planning degli obiettivi, poi una fase di monitoring continuo e, infine, una fase di reviewing nella quale si verifica l'esistenza di scostamenti tra quanto raggiunto e quanto programmato, cercando eventualmente di capire le cause sottostanti così da correggere la strategia e le azioni decise in sede di pianificazione e programmazione. Tutto ciò, senza dimenticare l'importante connessione che vi è tra il performance management e il management by objective, dato che una buona performance da parte del top management che permette di raggiungere gli obiettivi programmati deve essere adeguatamente remunerata tramite un sistema di rewarding, in modo da creare all'interno dell'organizzazione un sistema di incentivazione basato sul raggiungimento degli obiettivi.

Ovviamente, lo scopo ultimo del performance management è quello di far crescere l'azienda, permettendole di porsi degli obiettivi sempre più sfidanti e scegliendo le azioni più efficienti ed efficaci per raggiungerli, guidandola quindi verso il raggiungimento di questi ultimi e valorizzando in tal senso meriti e competenze all'interno dell'organizzazione aziendale.

Tale processo si colloca ovviamente nell'ambito del controllo di gestione, quale strumento imprescindibile per ogni organizzazione aziendale, che si sostanzia nella misurazione delle performance aziendali e nella responsabilizzazione su parametri-obiettivo come fine di guidare l'azienda verso il raggiungimento dei propri obiettivi e la creazione di valore.

Detto ciò, è facile capire l'importanza di creare un sistema di measurement delle performance in modo da captare l'andamento dell'azienda rispetto agli obiettivi prefissati. E per misurare tale andamento vengono utilizzati dei key performance indicator, ai quali vengono associate delle variabili quantitative o qualitative che ne danno la misura.

Quindi, le variabili sottostanti ai kpi non sono necessariamente di natura economico-finanziaria, ma vi sono altri tipi di variabili quantitative, oltre, come detto, quelle qualitative. Tutte queste sono ampiamente utilizzate nell'ambito controllo di gestione per monitorare i vari business process all'interno di un'azienda: ad esempio, viene utilizzato il time to market, ovvero il tempo che intercorre tra l'ideazione di un prodotto e il suo lancio sul mercato, come kpi di natura quantitativa, ma non economico-finanziaria, per misurare

l'efficacia della funzione ricerca e sviluppo; ancora, il numero di reclami per misurare la soddisfazione dei clienti; e così via.

Quindi, i kpi, qualitativi o quantitativi che siano, di natura non economico-finanziaria sono altrettanto importanti, dato che non è possibile fare affidamento solo su indicatori classici, non essendo quest'ultimi da soli capaci di avere una visione totale sulla dimensione strategica e operativa dell'azienda. Se si dovesse utilizzare un sistema misurazione basato solo su indicatori di natura economico-finanziaria si finirebbe per adottare un approccio miope nella guida dell'azione manageriale, concentrandosi solo su una delle dimensioni che caratterizzano la complessità aziendale.

Perciò, un sistema di measurement delle performance deve quantificare l'efficacia e l'efficienza delle azioni poste in essere per raggiungere gli obiettivi, deve definire le dimensioni rilevanti da monitorare, deve produrre delle informazioni necessarie al top management per prendere delle decisioni, deve essere orientato al lungo periodo, deve aiutare il management nell'implementazione della strategia e deve dare impulso alla crescita e alla creazione di valore per tutti gli stakeholder.

Affinché un sistema di measurement sia correttamente implementato ed efficace nell'impiego, questo deve essere utilizzato sia in maniera interattiva che in chiave diagnostica. L'utilizzo in maniera interattiva di tale sistema presuppone che i kpi forniscano informazioni tali da far interagire i soggetti coinvolti nei processi decisionali ai vari livelli dell'organizzazione in modo da poter cogliere le opportunità e le esigenze di cambiamento che il contesto competitivo offre, mettendo in discussione strategia, piani ed azioni sempre in un'ottica di creazione di valore. Di converso, l'utilizzo diagnostico del sistema di measurement si basa maggiormente su quella logica di feedback di cui prima, ovvero monitoraggio degli scostamenti tra quanto raggiunto e quanto programmato in modo da correggere il tiro della strategia e dei piani.

Qualunque sia il tipo di key performance indicator che si sta utilizzando, questo deve rappresentare delle informazioni che possano essere utili al top management per prendere delle decisioni: ovvero, devono rappresentare informazioni critiche, sintetiche, significative e prioritarie.

I kpi devono, quindi, essere in grado di misurare i fenomeni aziendali garantendo una comparabilità nel tempo e nello spazio, devono essere utili nella pianificazione e programmazione delle attività e devono permettere la misurabilità degli scostamenti tra obiettivi attesi e risultati raggiunti in modo poter intraprendere le opportune azioni correttive per correggere quei gap di performance.

Ovviamente, l'insieme degli indicatori che vengono selezionati per misurare le performance variano in base alla specifica realtà aziendale, agli obiettivi che si vogliono perseguire e alle esigenze conoscitive del management. Quindi, non si possono adottare delle soluzioni precostituite, dato che renderebbero il measurement inefficace.

Inoltre, nella definizione dei kpi è fondamentale il concetto di responsabilità, dato che l'attività dei manager a capo dei vari centri di responsabilità che formano l'organizzazione di un'azienda deve essere misurata in relazione alle effettive leve gestionali che li competono, attraverso quindi un'accountability di tipo organizzativa. Se così non dovesse essere, il processo di accountability di tipo economico, ovvero

l'assegnazione degli obiettivi ai manager dei vari CdR¹, non risulterebbe motivante e non sarebbe nemmeno coerente con la responsabilità organizzativa relativamente assegnata.

Per fare degli esempi: il reparto vendite e marketing di un'azienda è un centro di ricavo che ha una responsabilità di efficacia nelle vendite utilizzando la leva gestionale del prezzo. In tal senso, si capisce come il kpi economico principale per tale CdR risulti essere il fatturato; il reparto produzione di una certa linea di prodotti è un centro di costo che presenta una responsabilità di efficienza nell'utilizzo dei fattori di produzione. In tal caso, il kpi economico che si utilizza maggiormente è lo scostamento tra il costo a consuntivo e il costo standard; andando più in alto nei livelli organizzativi di un'azienda, se si prende a riferimento il capo divisione di una strategic business unit si parla ovviamente di un centro di profitto e quindi i kpi economico-finanziari che si utilizzano maggiormente per valutare la relativa performance sono il risultato operativo e il ROS², dato che tale manager è responsabile di una gestione efficace ed efficiente di un business con a disposizione l'utilizzo di tutte le leve gestionali che determinano il reddito operativo, essendo questo solitamente anche coordinatore dei centri di ricavo e di costo; infine, se si considera il CEO³ quale centro d'impresa che possiede tutte le leve gestionali per influire sul risultato complessivo dell'azienda, oltre la leva di determinazione della capital structure, i kpi economici maggiormente utilizzati per questo sono sicuramente l'utile netto e il ROE⁴.

Quindi, per ricapitolare, i kpi devono misurare gli effetti economici delle attività poste in essere dai manager per raggiungere gli obiettivi che sono stati assegnati. In tal senso, ben si capisce il collegamento importante che vi è tra kpi e obiettivi, i quali, quest'ultimi, devono essere assegnati in fase di pianificazione strategica rispettando i principi della coerenza, coordinamento, equità e fattibilità, altrimenti non vi sarà corrispondenza tra le leve gestionali assegnate ad ogni CdR e i kpi per controllarne le attività, perdendo così quel meccanismo di motivazione già menzionato che risulta fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi.

Si può affermare che il processo con il quale vengono definiti i kpi parte da lontano: infatti, si inizia innanzitutto con un'analisi del profilo strutturale del business nel quale l'azienda compete, che definisce quali sono i fattori competitivi, dal quale dipendono i fattori critici di successo esterni. Questi si riferiscono sostanzialmente alle performance del prodotto o servizio che sono considerate di grande importanza dai clienti che, se effettivamente eseguite dall'azienda, le permettono di raggiungere un vantaggio competitivo rispetto ai propri concorrenti, garantendo così un maggior ritorno per gli shareholder. Ovviamente, la strategia adottata in sede di pianificazione deve avere come fine il raggiungimento delle performance obiettivo rispetto a ciascun FCS⁵ esterno.

¹ Centro di Responsabilità.

² Return On Sales.

³ Chief Executive Officer.

⁴ Return On Equity.

⁵ Fattori Critici di Successo.

Ma non finisce qui. Infatti, tutto ciò dovrà poi declinarsi a delle aree di performance all'interno dell'organizzazione aziendale, il cui risultato è strumentale al raggiungimento degli obiettivi strategici e, quindi, anche a un buon posizionamento dell'azienda rispetto ai FCS esterni. Qui entra in gioco anche il profilo organizzativo dell'impresa che permette di definire così i fattori critici di successo interni all'organizzazione per raggiungere il vantaggio competitivo.

Conseguentemente, si definiscono le performance chiave che permettono all'azienda di raggiungere un corretto posizionamento rispetto a FCS esterni e interni e per ognuna di queste si vanno ad individuare i kpi che il sistema di controllo deve monitorare in modo da misurare e motivare il conseguimento delle prestazioni chiave.

Quindi, i fattori esterni indicano quali sono i fattori distintivi del prodotto o del servizio richiesti dai clienti, mentre i fattori interni determinano come l'impresa intenda raggiungere un vantaggio competitivo rispetto a questi ultimi, rilevando come la connessione tra i FCS interni ed esterni sta proprio nella strategia che definisce appunto le leve che l'azienda vuole utilizzare per ottenere una posizione di vantaggio competitivo e un maggior ritorno.

Ovviamente, i FCS dipendono innanzitutto dal settore in cui l'azienda opera, ma all'interno di una medesima area di affari sono facilmente rinvenibili due aziende che si sono prefissate FCS differenti tra loro, dato che, come detto, questi dipendono non solo dal contesto competitivo ma anche dal profilo organizzativo di un'azienda e dalla strategia che decide di implementare per avere successo con i propri clienti. Fa da sé che, nella medesima organizzazione, vi saranno poi FCS diversi a seconda del livello organizzativo che si sta considerando, ovvero se si tratta di management di linea o top management.

Seguendo questo caso, se consideriamo due aziende, A e B, di uno stesso settore, queste potrebbero concentrarsi su FCS esterni diversi decidendo così di adottare strategie diverse:

- ad esempio, l'azienda A decide di concentrarsi su FCS esterni quali i) la standardizzazione dei componenti del prodotto e della rete di vendita e ii) la determinazione di un prezzo accessibile, sintetizzando il tutto nell'adozione di una strategia di costo. Di conseguenza, l'azienda deve decidere su quali FCS interni concentrarsi per realizzare la propria strategia: ad esempio, per poter essere effettivamente competitiva sul prezzo, potrebbe concentrarsi su fattori interni quali i) il pieno utilizzo della propria capacità produttiva, ii) l'ottenimento di un elevato rendimento degli impianti e iii) l'ottimizzazione della rete di vendita, così da poter abbattere il costo di produzione.

Una volta definiti i FCS esterni e interni, l'azienda A deve decidere quali prestazioni chiave eseguire in modo da posizionarsi correttamente rispetto ai FCS selezionati e alla propria strategia, individuando i relativi kpi per misurare tali prestazioni. In tal senso, l'azienda A individuerà come prestazioni chiave i) la produzione del maggior numero di prodotti data la propria capacità così da abbattere il costo medio di produzione, ii) una pianificazione di cicli di manutenzione preventiva per non avere cali di rendimento dei propri impianti durante le fasi produttive e iii) la massimizzazione dei volumi di vendita per rete distributiva. Kpi adeguati a misurare l'andamento di tali prestazioni

possono essere i) la saturazione della capacità produttiva e ii) le vendite in volume rispetto a quanto investito, sintetizzate da un indicatore quale, ad esempio, il Capital Turnover;

- l'azienda B, a differenza della precedente, vuole posizionarsi su FCS esterni come i) componentistica avanzata, ii) forte branding, iii) servizi di assistenza ed iv) elevata qualità del prodotto, adottando in tal modo una strategia di qualità e alta gamma. Conseguentemente, i FCS interni per realizzare tale strategia possono consistere nello i) sviluppo di nuove tecnologie di prodotto, ii) aumento della comunicazione tramite i propri canali di marketing e così via. In tal senso, prestazioni chiave possono sostanzarsi i) nell'incremento della spesa in ricerca e sviluppo in modo da soddisfare i fattori distintivi richiesti dalla clientela target, nella ii) promozione di campagne di marketing per aumentare la qualità percepita del proprio brand, ecc. Per misurare l'efficacia e l'efficienza di tali prestazioni, dei kpi adeguati possono essere i) il time to market per quanto riguarda l'efficacia della spesa in ricerca e sviluppo e ii) il ROS per misurare se la spesa in marketing ha portato ad un aumento delle vendite ma soprattutto ad un aumento della marginalità che l'azienda può richiedere alla propria clientela grazie alla qualità elevata del prodotto che offre.

Per concludere, è facilmente comprensibile come il performance management sia un elemento imprescindibile del controllo di gestione, senza il quale non si potrebbe attuare quel collegamento tra strategia e obiettivi che risulta essere fondamentale per una efficace conduzione della gestione manageriale.

1.2 La Balanced Scorecard

Quando si parla di performance e di kpi non si può non parlare della Balanced Scorecard, la quale è un cruscotto di indicatori che misura il raggiungimento degli obiettivi prefissati, finanziari e non solo. Infatti, con tale strumento l'attenzione è estesa anche ai fattori operativi di performance che determinano i risultati finanziari. Si tratta, quindi, di un approccio sistematico che pone lo sguardo su più dimensioni aziendali tra loro bilanciate, non focalizzandosi solo su quella economico-finanziaria, di fondamentale importanza ma non l'unica da considerare per il raggiungimento del vantaggio competitivo, come già detto.

In tal senso, le quattro prospettive bilanciate della Balanced Scorecard sono i) risultati finanziari, ii) clienti, iii) processi interni di business e, infine, iv) crescita e apprendimento. Tali quattro dimensioni permettono, quindi, di misurare i risultati finanziari e contemporaneamente monitorare i progressi dell'organizzazione nel costruire le skill necessarie per crescere e raggiungere il vantaggio competitivo all'interno del proprio settore. La Balanced Scorecard risulta in tal modo uno strumento molto importante fornito dal controllo di gestione per coadiuvare il top management nella definizione e implementazione della strategia.

Ovviamente, per ogni prospettiva viene definito un set limitato di kpi: l'obiettivo è selezionare una combinazione di indicatori di natura quantitativa e qualitativa, a ciascuno dei quali è poi attribuito un peso così da poter ponderare la rilevanza di ogni prospettiva in ragione delle specificità dell'impresa e del settore. Ciò è importante soprattutto per l'implementazione di un management by objective che possa essere davvero incentivante e stimolante.

Per individuare i kpi di ogni dimensione, solitamente il management utilizza la cosiddetta sequenza strategia-misura, con la quale si definisce l'obiettivo relativo alla specifica dimensione, si individuano le azioni per raggiungerlo, si sceglie un indicatore di misurazione e si quantifica il risultato target relativo all'obiettivo definito. Esempi di applicazione di tale sequenza per la definizione dei kpi delle varie scorecard possono essere i seguenti:

- Risultati finanziari: a seconda della fase del ciclo di vita in cui il prodotto si trova e dei driver di creazione del valore definiti dalla strategia aziendale, si possono definire diversi kpi per tale scorecard. Ad esempio, per mercati in crescita un kpi fondamentale è la crescita del fatturato, mentre per mercati maturi lo è il ROIC⁶. Si capisce, quindi, come all'interno di un'organizzazione ramificata in diverse strategic business unit, ad ognuna di queste saranno assegnati kpi di natura economico-finanziaria a seconda della strategia adottata nelle diverse aree di affari e dalla maturità del prodotto;
- Clienti: in questo caso, l'obiettivo si sostanzia sempre nella crescita del fatturato come sintesi di un maggior apprezzamento del prodotto o del servizio da parte della clientela. Quindi, la misura, ovvero il kpi, diventa la quota di mercato e, di conseguenza, si fissa un target di fatturato da raggiungere rispetto a quello totale del mercato.

⁶ Return On Invested Capital.

Per quanto riguarda le azioni e le iniziative da implementare per raggiungere l'obiettivo-target, queste variano in base ai FCS e alla strategia scelta dall'azienda. Ritornando all'esempio precedente, l'azienda A che ha optato per una strategia di costo proverà ad aumentare la propria quota di mercato rivolgendo l'offerta a una nuova clientela grazie al prezzo più basso che può offrire sul mercato rispetto ai propri concorrenti, mentre l'azienda B che ha adottato una strategia di differenziazione vorrà aumentare il proprio fatturato tramite l'introduzione di un nuovo prodotto di qualità a seguito di investimenti in ricerca e sviluppo;

- Processi interni: ovviamente vi sono dei business process interni che impattano maggiormente sul raggiungimento degli obiettivi in termini di posizionamento sul mercato, e quindi di ottenimento di un vantaggio competitivo, e in termini finanziari, ovvero di ritorno per gli shareholder. Sono proprio questi i business process che devono essere valorizzati dal management affinché vi siano opportunità di miglioramento. Questi potrebbero essere i processi di gestione operativi (gestione della relazione con i fornitori, del processo produttivo, del processo di distribuzione e così via), processi di gestione della relazione con i clienti, processi di innovazione e processi sociali e di compliance.

Ancora una volta, la sequenza per definire il kpi per tale scorecard parte dalla strategia: l'azienda A si porrà come obiettivo la riduzione dei costi di produzione nell'ambito di una strategia di costo, fissando dei target in termini di efficienza come l'output prodotto per ora di macchina lavorata o per ora di manodopera e così via. Tale obiettivo-target potrebbe essere raggiunto, ad esempio, tramite degli investimenti in nuovi impianti più efficienti rispetto a quelli già presenti, utilizzando kpi come la produttività e il rendimento di tali nuovi impianti. Invece, l'azienda B avrà come obiettivo la previsione di una road map per il lancio di un nuovo prodotto sul mercato, ideando e investendo in un progetto di ricerca e sviluppo e fissando dei target in termini di ricavi del nuovo prodotto e di tempistiche relativamente al lancio sul mercato. Il kpi classico che viene utilizzato per i processi di innovazione è il time to market, già precedentemente menzionato, oltre al ROS per misurare la marginalità del nuovo prodotto una volta lanciato sul mercato;

- Crescita e apprendimento: tale dimensione fa riferimento alla crescita e al miglioramento continuo di tutta l'organizzazione affinché si possa concretizzare la vision definita nella strategia aziendale. Tale miglioramento deve riguardare tutti gli aspetti dell'organizzazione: il personale, i processi aziendali, la capacità produttiva, l'innovazione, la cultura aziendale, lo sviluppo sostenibile, la corporate governance e così via. Gli obiettivi per tutti tali aspetti possono molteplici e devono essere sempre coerenti con il piano strategico.

Risulta ovviamente fondamentale, una volta definiti i kpi di ogni scorecard, non fermarsi su quegli indicatori ma rivisitarli ad ogni aggiornamento della strategia aziendale, così da adottare un approccio dinamico e non statico nella predisposizione di tale tableau de bord integrato.

Quindi, concludendo, la Balanced Scorecard consente di focalizzarsi su quelle dimensioni aziendali diverse da quella economico-finanziaria, utilizzando indicatori differenti da quelli classici per misurare i progressi relativi a tali aree. Ciò consente al controllo di gestione e al sistema di misurazione delle performance di adottare un orizzonte temporale più lungo e orientato anche verso l'esterno.

1.3 L'analisi di bilancio e la performance economica

L'analisi della performance economica e della redditività è di fondamentale importanza per capire se l'azienda sta generando dei ritorni soddisfacenti per gli shareholder e analizzare se questa riesce ad operare in condizione di equilibrio economico nel medio-lungo periodo.

Tale analisi viene svolta mediante la costruzione di indicatori di redditività, ponendo a numeratore un determinato livello di reddito e al denominatore un determinato livello di capitale, confrontando così il reddito prodotto con quanto investito per generare tale rendimento. Infatti, per capire se un rendimento è soddisfacente o meno lo si deve confrontare con la relativa voce di capitale che è stata investita.

Il problema è che tali redditi prodotti e capitali investiti non si possono desumere direttamente dai prospetti civilistici di bilancio, dato che sono calcolati secondo una logica economico-gestionale che risulta essere diversa rispetto alla logica che il legislatore ha voluto adottare.

Proprio per tale motivo, è necessario riclassificare i prospetti di stato patrimoniale e conto economico così da poter ottenere le informazioni necessarie per poter calcolare gli indicatori ed effettuare così l'analisi della performance economica.

Per poter comprendere la logica della riclassificazione economico-gestionale dei due prospetti di bilancio, è importante ricordare quali sono le diverse gestioni che caratterizzano l'attività aziendale:

- Gestione operativa: ci si riferisce al core business aziendale, ovvero alla principale attività che l'azienda svolge e che quindi produce la stragrande maggioranza dei ricavi e dei costi del suo conto economico. Il reddito afferente a tale gestione è il reddito operativo quale, appunto, reddito che deriva dall'esercizio dell'attività che caratterizza l'esistenza dell'azienda.

Il reddito operativo dovrebbe in teoria non essere sporcato da componenti di ricavo e costo che afferiscono ad altre gestioni, come quelle accessoria e straordinaria, ma dato che molto spesso quest'ultime contribuiscono in maniera minima alla formazione del risultato economico, il reddito della gestione caratteristica viene calcolato considerando anche queste. Ciò è esattamente quello che succede, ad esempio, nel conto economico civilistico, dato che il primo risultato intermedio è un reddito operativo che ricomprende però anche la gestione accessoria e straordinaria. Proprio per tale motivo, però, il legislatore non ha voluto denominarlo reddito operativo, ma semplicemente differenza tra valore della produzione e costi della produzione, ovvero EBIT (Earnings Before Interests and Taxes). Infatti, prima del 2015, il conto economico civilistico prevedeva nel prospetto l'area straordinaria che permetteva di isolare il contributo della gestione straordinaria sul reddito complessivo dell'azienda. Questa però è stata stralciata e non più prevista per avvicinarsi all'impostazione internazionale e per semplificare tale prospetto di bilancio, facendo confluire tali voci di conto economico nella differenza tra valore e costi della produzione. Anche gli IAS/IFRS fanno confluire i risultati delle gestioni minori in quella principale dell'attività operativa. A differenza del legislatore italiano, però, i principi contabili internazionali denominano reddito operativo la differenza tra ricavi e costi, proprio per il poco peso che hanno tali gestione sul risultato

complessivo, prevedendo in fin dei conti solo la gestione operativa e quella finanziaria. Ciò implica che nell'impostazione dei principi contabili internazionali vi è una sostanziale equiparazione tra il reddito operativo e l'EBIT;

- Gestione accessoria: si tratta di quella gestione che non caratterizza l'operatività aziendale, ma risulta secondaria e marginale rispetto alla totalità dei ricavi e costi prodotti. Ad esempio, un manufacturer che possiede degli immobili che concede in locazione non si occupa certamente di real estate, pertanto i relativi canoni di locazione costituiscono parte di un reddito accessorio ed extra-operativo. Ciononostante, tali ricavi e costi confluiscono nel reddito operativo dato, ancora una volta, il poco peso che molto spesso questi hanno sul risultato complessivo dell'azienda. Di norma, però, nel conto economico civilistico, i ricavi accessori confluiscono nella voce A5 degli altri ricavi e proventi, mentre i costi accessori sono sommati nelle varie categorie di costo insieme a quelli operativi, non prevedendo quindi una voce ad hoc per questi;
- Gestione straordinaria: come detto, in precedenza era una prevista un'apposita area nel conto economico per i ricavi e costi afferenti a tale gestione proprio per calcolare l'impatto che questa aveva sull'utile netto. Attualmente, sia nell'impostazione civilistica che in quella internazionale, tali voci di ricavo e costo confluiscono nel reddito operativo, data l'eccezionalità con cui si manifestano. Infatti, tale gestione fa riferimento a componenti straordinarie non per l'importo ma per l'eccezionalità per cui si sono verificati (ad esempio, furti, incendi, sopravvenienze, differenze da cessione, componenti positivi e negativi di reddito relativi ad esercizi precedenti derivanti da errori oppure dall'adozione di diversi criteri di valutazione di alcune poste di bilancio e così via);
- Gestione finanziaria: sia nell'impostazione nazionale che internazionale, il risultato della gestione finanziaria, e quindi il contributo che questa apporta al risultato economico complessivo della gestione aziendale, è indicato separatamente. Ad esempio, nel conto economico civilistico, l'area C comprende i proventi e gli oneri finanziari, ovvero interessi attivi e passivi derivanti dai rapporti con le banche ed altri intermediari finanziari, i dividendi percepiti dalle proprie controllate e collegate, ecc. Nell'area D, invece, vi sono tutte le rettifiche positive e negative alle attività finanziarie. Si tratta, quindi, di tutti quei componenti di reddito derivanti dalle operazioni necessarie per il finanziamento dell'attività aziendale.

La somma tra l'EBIT e il risultato della gestione finanziaria permette di calcolare l'EBT (Earnings Before Taxes), ovvero il risultato prima delle imposte;

- Imposte e tasse: infine, vi sono tutti i componenti di reddito associati alla tassazione, i quali non si riferiscono ad alcuna gestione in particolare. Questi sono ovviamente sottratti all'EBT per calcolare l'utile dell'esercizio.

Compreso come il reddito del conto economico sia il frutto del sovrapporsi di diverse dimensioni dell'attività aziendale e capito quali queste siano e come sono rappresentate nei prospetti di bilancio, risulta

più immediato parlare della riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico secondo il criterio economico-gestionale.

Partendo dallo stato patrimoniale, gli impieghi devono essere riclassificati in base a quale delle attività o gestioni forniscono il proprio contributo. Ovviamente, la categoria principale di impieghi è data dagli investimenti operativi, ovvero tutti quegli impieghi di capitale che sono necessari per poter svolgere il core business aziendale e che generano i ricavi operativi. Si tratta solitamente delle immobilizzazioni tecniche, ovvero tutto quell'attivo fisso materiale e immateriale che risulta essere impiegato nel processo produttivo (restano così escluse tutte le immobilizzazioni finanziarie e le immobilizzazioni materiali e immateriali non utilizzate per implementare il processo di produzione), e dell'attivo circolante, ovvero rimanenze, crediti commerciali, ratei e risconti attivi, escludendo da questo però la cassa che viene portata in deduzione dei debiti finanziari per poter calcolare la net financial position⁷.

In generale, degli investimenti operativi fanno parte tutti quegli impieghi di capitale che non hanno un rendimento particolare, ma il cui ritorno è costituito da ricavi nel loro complesso.

Invece, gli investimenti extra-operativi generano dei rendimenti specificatamente individuabili come, ad esempio, i canoni degli immobili concessi in locazione. Sono solitamente investimenti di natura accessoria gli impieghi di capitale in attività finanziarie, i crediti verso soci e tutte le immobilizzazioni non impiegate nel processo produttivo. C'è da considerare, però, che nell'impostazione IAS/IFRS le attività finanziarie prontamente liquidabili entro tre mesi sono considerate alla stregua della cassa e perciò sono portate anch'esse in deduzione dei debiti finanziari.

Per quanto riguarda le fonti, la logica per la riclassificazione risulta essere sostanzialmente la medesima utilizzata per gli impieghi, tant'è che queste vengono suddivise tra quelle per le quali viene sostenuto un costo complessivamente considerato nell'esercizio dell'attività di impresa e quelle per le cui è possibile individuare un costo specifico: ad esempio, il costo dei debiti finanziari è rappresentato dagli oneri finanziari.

Seguendo tale logica, si hanno innanzitutto i debiti operativi o commerciali, costituiti principalmente da passività quali debiti verso fornitori, fondi rischi ed oneri, fondo TFR, debiti intercompany, debiti tributari, debiti verso istituti previdenziali, ratei e risconti passivi: sostanzialmente, fanno parte dei debiti commerciali tutte le passività tranne quelle di natura finanziaria frutto dei rapporti intercorsi con gli intermediari finanziari. Quest'ultime, che siano di breve o di medio-lungo periodo, costituiscono quindi i debiti finanziari, ai quali, come detto, viene sottratta la cassa per poter calcolare l'indebitamento finanziario netto dell'impresa.

A completare il prospetto delle fonti vi sarà ovviamente anche l'equity, il quale nella riclassificazione non cambia la propria composizione.

⁷ Net financial position: è l'ammontare dell'indebitamento finanziario netto ed è calcolabile sottraendo a tutto il debito finanziario di breve e medio-lungo periodo, ovvero quei debiti contratti con gli intermediari finanziari e che sono fruttiferi di interessi passivi, la cassa e le altre attività finanziarie a breve che potrebbero essere utilizzare per ripagare tutto o parte di quel debito.

Ai fini di una rappresentazione il più coerente possibile della situazione patrimoniale riclassificata secondo tale criterio, i debiti commerciali vengono rappresentati nel lato degli impieghi e sono così portati in deduzione degli investimenti operativi: la differenza costituisce gli investimenti operativi netti, voce di capitale di fondamentale importanza per lo studio della performance economica.

Quindi, riassumendo, lato impieghi avremo gli investimenti operativi netti, dati dalla differenza tra gli investimenti operativi e i debiti commerciali, e gli investimenti extra-operativi costituiti principalmente dalle immobilizzazioni finanziarie: la somma di tali impieghi di capitale rappresenterà il capitale investito. Lato fonti, invece, avremo l'equity e la net financial position, quale differenza tra i debiti finanziari di qualsiasi durata e la cassa, la cui somma costituisce il capitale di finanziamento.

Definita la struttura dello stato patrimoniale riclassificato, il conto economico risulta essere di facile costruzione: ai ricavi operativi, quali rendimento degli investimenti operativi, sottraendo i costi operativi monetari, ovvero quei costi operativi per i quali si è avuta una effettiva uscita di cassa, si ottiene l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization), il quale altro non è che il margine operativo lordo. Si tratta di un risultato intermedio di fondamentale importanza e di largo utilizzo: infatti, questo rappresenta l'autofinanziamento potenziale dell'impresa essendo una buona proxy della cassa generata dall'attività operativa. Ciò perché l'EBITDA è sostanzialmente il reddito operativo non sporcato però da quelle voci di conto economico che non rappresentano delle vere uscite di cassa ma sono sostanzialmente frutto di stime contabili. I principali esempi sono ovviamente gli ammortamenti delle immobilizzazioni e gli accantonamenti ai fondi. Infatti, una volta sottratti questi all'EBITDA, ovvero sottratti i costi operativi non monetari, si ottiene il reddito operativo, frutto della gestione caratteristica dell'azienda.

Sommando al reddito operativo i saldi della gestione accessoria e straordinaria si otterrà l'EBIT, il quale potrebbe coincidere con il reddito operativo nel caso, molto frequente, queste non dovessero esservi. Molto spesso potrebbe risultare impossibile per l'analista depurare tali componenti non operative dai costi operativi monetari a causa del loro poco peso tra le poste di conto economico.

Infine, sommando all'EBIT il saldo della gestione finanziaria si potrà ottenere l'EBT, al quale sottraendo le imposte si otterrà il reddito netto.

Si capisce come queste riclassificazioni dello stato patrimoniale e del conto economico non siano le uniche. Infatti, ad esempio, lo stato patrimoniale può essere riclassificato anche secondo il criterio finanziario, ovvero ordinando gli impieghi secondo un grado crescente di liquidità e le fonti secondo un grado crescente di esigibilità, al fine di poter effettuare l'analisi della solidità patrimoniale⁸ e della liquidità⁹. Invece, il conto economico può essere facilmente riclassificato secondo altre configurazioni rimescolando la sua parte alta, ovvero tutte le voci al di sopra del reddito operativo: in tal senso, si potrebbe utilizzare la configurazione a

⁸ Analisi della solidità patrimoniale: analizzare la capacità della struttura patrimoniale di mantenere l'equilibrio finanziario nel medio-lungo periodo, resistendo ad eventi negativi interni ed esterni.

⁹ Analisi della liquidità: analizzare la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni di pagamento a breve con la cassa disponibile e le entrate attese a breve.

valore aggiunto, a margine di contribuzione, a primo margine e così via. Si tratta di riclassificazioni diverse che sono utilizzate dagli analisti a seconda dei propri obiettivi conoscitivi.

Ritornando alla performance economica, una volta riclassificati i prospetti di bilancio secondo il criterio economico-gestionale è possibile effettuare l'analisi della redditività aziendale. La modalità con la quale è condotta tale analisi consiste sostanzialmente nel calcolare l'indicatore di redditività per la proprietà aziendale e successivamente capire le cause sottostanti il buon o cattivo livello del medesimo utilizzando una tecnica ad albero, ovvero scomponendo uno ad uno i vari indicatori che si ottengono.

Quindi, il punto di partenza dell'analisi è capire innanzitutto se l'utile netto conseguito risulta essere soddisfacente per gli shareholder che hanno investito equity nell'impresa. In tal senso, l'indicatore che viene utilizzato è il ROE (Return On Equity), il quale è calcolabile come

$$ROE = \frac{Utile\ netto}{Equity}$$

ed esprime il ritorno generato per i portatori di capitale di rischio. Ovviamente, è preferibile che sia il più alto possibile, situazione che potrebbe incentivare altri soggetti ad investire nella società.

Il benchmark che viene utilizzato per capire se tale indicatore risulta essere soddisfacente o meno è l'equity cost of capital, il quale rappresenta il rendimento minimo che gli investitori di equity si aspettano date determinate condizioni, quali il rischio paese, il rischio settore e la fase del ciclo di vita che l'azienda sta attraversando. È quindi tale rendimento che viene determinato ex ante che rappresenta la leva da cui dipendono le scelte di investimento.

L'equity cost of capital viene determinato mediante l'applicazione del CAPM, ovvero il Capital Asset Pricing Model, la cui formula è la seguente:

$$k_e = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

dove k_e è appunto l'equity cost of capital, r_f è il rendimento di un titolo risk free (solitamente il rendimento di un titolo di debito pubblico a 10 anni), β rappresenta l'andamento atteso del rendimento del titolo che si sta considerando, e quindi la sua volatilità, rispetto a quello totale del mercato (ad esempio, se il β è esattamente pari ad 1 allora il rendimento del titolo si muove esattamente come quello del mercato nel suo complesso, mentre se è diverso da 1 potrebbe avere un movimento opposto o amplificato rispetto al mercato a seconda del fatto che sia inferiore o maggiore all'unità: per tale motivo, tale parametro rappresenta l'esposizione al rischio sistematico del titolo) e, infine, r_M è il rendimento complessivo del mercato rappresentato da un indice di borsa, quale, ad esempio, il FTSE MIB se il titolo di riferimento è quotato sul mercato italiano. La differenza tra il rendimento del mercato e il rendimento del titolo risk free costituisce il market risk premium.

Vale la pena nominare altre misure finanziarie che vengono utilizzate insieme al ROE per capire se il ritorno per gli azionisti risulta davvero adeguato. Si tratta di indicatori che vengono monitorati dagli shareholder per valutare la performance del top management.

Ad esempio, nella prassi finanziaria si utilizza spesso l'EPS (Earnings Per Share), un indice molto immediato e di facile comprensione, calcolabile come:

$$EPS = \frac{Utile\ netto}{Numero\ di\ azioni}$$

Però tale indicatore potrebbe non essere affidabile nel caso, molto frequente tra le società quotate, dovessero esservi degli strumenti finanziari diluitivi del capitale azionario, come, ad esempio, bond convertibili. In tal caso, si può calcolare il cosiddetto EPS fully diluted, correggendo numeratore e denominatore così come segue:

$$EPS\ fully\ diluted = \frac{Utile\ netto + (Proventi - oneri\ degli\ strumenti)}{Numero\ di\ azioni\ fully\ diluted}$$

Sostanzialmente, insieme al risultato economico vengono considerati anche tutti i proventi e gli oneri che sono spesi a conto economico e che sono associati a quegli strumenti finanziari diluitivi dell'investimento dei soci. Al numero di azioni in circolazione al denominatore è poi sommato il numero di azioni che verrebbe emesso se i possessori dei bond convertibili dovessero utilizzare l'opzione di conversione.

Però l'utile per azione presenta diversi limiti, quali, ad esempio, l'utilizzo azzardato dell'utile a rappresentare il ritorno per gli azionisti, la non considerazione della capital structure nel calcolo dell'indicatore e così via.

Per questo si utilizza molto spesso un indicatore che esprime il risultato economico ma in termini di valore creato per gli investitori. Questo è l'EVA (Economic Value Added), calcolabile come:

$$EVA = CI \times (ROCE - WACC)$$

dove CI è il capitale investito, $ROCE$ è il Return On Capital Employed¹⁰ e il $WACC$ è il Weighted Average Cost of Capital.

Quindi, con un EVA positivo l'impresa crea ricchezza per tutti gli investitori dall'impiego del proprio capitale investito, viceversa la distrugge. Per tale motivo è molto importante l'utilizzo di tale indicatore nel sistema del controllo di gestione per allineare gli obiettivi del top management a quelli degli azionisti.

Infine, seguendo sempre tale approccio alla creazione di valore per gli shareholder, è utile che il management osservi anche il TSR (Total Shareholder Return), determinato come segue:

$$TSR = \frac{(P_t - P_0) \times nA + \sum_0^t D}{I_0}$$

dove P_t è il prezzo odierno delle azioni, P_0 è il prezzo delle azioni nel momento da cui si intende iniziare il calcolo, nA è il numero delle azioni sul mercato, D sono i dividendi che la società ha pagato dal tempo 0 al tempo t e I_0 è il valore di mercato degli asset dell'azienda, il quale può essere rappresentato dalla market cap

¹⁰ ROCE: è un indice di redditività calcolabile come NOPAT/Capitale investito, dove il NOPAT è il Net Operating Profit After Taxes, ovvero il reddito operativo al quale vengono sottratte le imposte ricalcolate con l'aliquota media.

o dall'enterprise value. La differenza tra il prezzo al tempo t e al tempo 0 è l'incremento di valore dell'azione (il capital gain, ovvero il guadagno in conto capitale, nel caso un azionista vendesse le proprie azioni). Come detto, si tratta sicuramente di un indicatore che il management deve osservare, ma è bene che gli shareholder non lo utilizzino come principale kpi per la valutazione della performance del top management, dato che tale situazione potrebbe portare ad effetti distorsivi all'azione manageriale. Ad esempio, il management potrebbe essere incentivato ad incrementare la distribuzione dei dividendi a discapito di una crescita anche tramite autofinanziamento.

Ritornando all'analisi della redditività, come detto, si avrà un ROE soddisfacente se questo risulta essere superiore all'equity cost of capital. Nel caso non lo fosse, scomponendo tale indicatore si potranno capire le motivazioni sottostanti un livello non adeguato del rendimento dell'equity. Seguendo tale approccio, si determina il rendimento delle gestioni operativa e accessoria, si studia la composizione della struttura finanziaria e la sua influenza sulla performance per arrivare a comprendere i problemi di redditività dell'azienda.

Così, innanzitutto, si determina il rendimento della gestione caratteristica, il cui indice fondamentale è il ROI (Return On Investments) calcolabile come:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Investimenti Operativi Netti}}$$

Questo viene solitamente confrontato con il costo del capitale, ovvero il WACC (Weighted Average Cost Of Capital), il quale è una media ponderata tra l'equity cost of capital e il debt cost of capital, e rappresenta il costo medio che l'azienda paga per prendere capitale dai propri investitori, sia di equity che di debito. Il WACC può essere calcolato come:

$$WACC = \frac{E}{V} k_e + \frac{D}{V} k_d (1 - t)$$

dove E è il valore di mercato dell'equity, D è la net financial position, V è il valore di mercato complessivo dell'azienda, ovvero la somma tra l'equity value e il debito finanziario netto, k_e è l'equity cost of capital e $k_d(1 - t)$ è il debt cost of capital neutralizzato dell'effetto fiscale (non si considera l'effetto fiscale positivo del debito rispetto all'equity, dato che gli oneri finanziari derivanti dal debito finanziario possono essere fiscalmente dedotti).

Il ROI dipende sia dall'efficacia dei processi operativi il cui obiettivo è quello di massimizzare i volumi di output, e quindi i ricavi operativi, in relazione al capitale impiegato, che dall'efficienza dei medesimi processi che si propongono di limitare il capitale investito per ogni unità output, minimizzando così i costi operativi. Data tale duplice dipendenza, il ROI può essere scomposto come segue per capire le eventuali cause di un livello di redditività operativa non adeguata rispetto al costo del capitale:

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Ricavi}} * \frac{\text{Ricavi}}{\text{Investimenti operativi netti}}$$

dove il primo indicatore è il ROS (Return On Sales) e il secondo è il CT (Capital Turnover).

Il ROS esprime esattamente l'efficienza di cui prima dato che le sue variabili sono le vendite e i costi operativi: infatti, tale indice esprime indirettamente il tasso di assorbimento dei ricavi da parte dei costi operativi e, ovviamente, più si riduce l'incidenza dei costi operativi sulle vendite maggiore sarà il margine operativo prodotto da ciascuna unità di ricavo. Quindi, la struttura dei costi operativi dell'azienda, ovvero la sua efficienza, assume un ruolo centrale nel controllo di tale indicatore.

Il Capital Turnover, invece, è, come detto, un indicatore di efficacia della gestione aziendale e misura quante volte gli investimenti operativi si tramutano in vendite, indicando in un certo senso la velocità del processo di vendita. Più precisamente, tale indicatore esprime il numero di volte in cui l'impresa recupera il capitale investito nella gestione operativa tramite le vendite. Da ciò è possibile comprendere come le variabili del CT sono le vendite, le immobilizzazioni, il capitale circolante netto e i debiti commerciali, ovvero le componenti degli investimenti operativi netti. Ovviamente, maggiore sarà tale indice e maggiore sarà l'efficacia degli investimenti operativi nel generare vendite.

Quindi, compresa la scomposizione del ROI, è su tali due indici, ROS e CT, che bisogna studiare le eventuali cause di problemi di redditività operativa. In tal senso, vi si potrebbero configurare tre possibili situazioni:

- La prima è quella in cui vi è uno scarso livello del ROS ma un buon livello del CT: in questo caso, il problema sta sicuramente nell'efficienza della struttura aziendale, ovvero nell'ammontare troppo elevato dei costi operativi rispetto al fatturato. La soluzione per risolvere tale problema di margine delle vendite è sicuramente quello di razionalizzare i costi e intraprendere dei percorsi di maggiore efficienza;
- La seconda situazione che si potrebbe presentare è quella in cui vi è un buon livello del ROS ma un CT basso: non trattandosi ovviamente di un problema di fatturato, dato che il livello del ROS, come detto, risulta essere soddisfacente, il problema sta sicuramente nell'efficacia degli investimenti: per quanto riguarda le immobilizzazioni è importante effettuare un'analisi della solidità patrimoniale, calcolando ad esempio il grado di rigidità degli investimenti¹¹ e il grado di ammortamento dell'attivo fisso¹², mentre per quanto riguarda il capitale circolante netto operativo sarebbe opportuno osservare il suo valore assoluto¹³ ed effettuare l'analisi del ciclo del circolante¹⁴;
- Infine, la terza ed ultima situazione, la più problematica, che si potrebbe configurare è quella di un livello non soddisfacente di entrambi gli indicatori: in tal caso, bisognerà effettuare ulteriori analisi per capire se il problema sta nelle vendite, nei costi operativi e/o nella struttura aziendale.

¹¹ Grado di rigidità degli investimenti: indice calcolabile come immobilizzazioni/capitale investito e permette di valutare se la struttura patrimoniale presenta un attivo fisso eccessivo rispetto alla dimensione complessiva della gestione.

¹² Grado di ammortamento dell'attivo fisso: indice calcolabile come fondo ammortamento/costo storico delle immobilizzazioni e permette di osservare se l'azienda necessiterà di effettuare nel prossimo futuro degli investimenti per rinnovare l'attivo fisso nel caso questo dovesse essere quasi del tutto ammortizzato.

¹³ Capitale circolante netto operativo: questo è pari a crediti commerciali + magazzino – debiti commerciali e sarebbe auspicabile un valore pari a 0, evidenziando così un ciclo commerciale sincronizzato.

¹⁴ Ciclo del circolante: questo indica in giorni il tempo che intercorre dal momento del pagamento dei fattori produttivi al momento dell'incasso dei ricavi ottenuti dalla vendita dei prodotti. Più è negativo e meglio è per l'azienda, dato che denoterebbe una situazione in cui questa prima incassa i crediti dai clienti e poi paga i debiti ai fornitori.

Quindi, tramite il calcolo del ROI e la sua scomposizione è possibile capire le cause sottostanti gli eventuali problemi di redditività operativa di un'azienda.

Come detto, però, le cause di un ROE inferiore all'equity cost of capital o comunque non soddisfacente potrebbero derivare non solo dalla gestione operativa. Infatti, è importante calcolare anche il ROIC (Return On Invested Capital) quale rendimento della gestione aziendale nel suo complesso, dato che considera non solo quella operativa ma anche quella accessoria, la cui formula è:

$$ROIC = \frac{EBIT}{\text{Capitale investito}}$$

Si utilizza l'EBIT perché questo considera sia la gestione operativa che l'eventuale presenza di altre gestioni e al denominatore si porrà tutto il capitale investito in azienda e non solo gli investimenti di natura operativa. Risulta immediato capire che ROI e ROIC saranno identici nel caso di assenza della gestione accessoria. Inoltre, i due indici non divergono nell'impostazione IAS/IFRS dato che, come già detto, secondo questa non vi è differenza tra EBIT e reddito operativo.

Il ROIC assumerà un valore compreso tra il ROI e il rendimento della gestione accessoria, e si avvicinerà all'uno o all'altro a seconda di quale delle due gestioni pesa di più nel conto economico. Ovviamente, di norma il ROIC si avvicina di molto al ROI.

Infine, come detto, per completare l'analisi di redditività bisogna studiare anche la struttura finanziaria dell'azienda, dato che questa ha delle implicazioni sulla performance economica. Infatti, tramite il meccanismo della leva finanziaria, un'azienda può migliorare la propria performance finanziando gli investimenti a debito quando vi sono le opportune condizioni economico-finanziarie. Ciò lo si può osservare in maniera immediata ed intuitiva dalla formula della leva finanziaria, la quale è frutto di una scomposizione dell'indice di redditività dell'equity:

$$ROE = (ROI + \frac{D}{E}(ROI - i))(1 - t)$$

dove il *ROE* è il Return On Equity, il *ROI* è il Return on Investments, *D* è la net financial position, *E* è il valore di mercato dell'equity, *i* è il tasso di finanziamento, ovvero il tasso a cui l'azienda prende a prestito capitale di debito, e *t* è l'aliquota fiscale.

Dalla formula è evidente come la redditività sia influenzata anche dalla capital structure aziendale e dal tasso al quale si prende a prestito. Infatti, se il rendimento degli investimenti operativi dovesse essere maggiore del tasso al quale si prende a prestito, si potrebbe vedere come contraendo debito per finanziare lo sviluppo si avrebbe un miglioramento della redditività e della performance. Ciò vale però fin quando tale spread tra ROI e tasso di finanziamento risulta essere positivo e tale effetto è amplificato dall'indebitamento finanziario, il quale così assume rilevanza non solo in termini di scelte di copertura del fabbisogno finanziario generato dagli investimenti, ma diviene importante anche nell'ambito delle strategie di massimizzazione del ritorno per gli shareholder.

Però l'effetto positivo della leva finanziaria sulla redditività non lo si può utilizzare all'infinito: infatti, lo spread positivo *ROI-i* potrebbe essere minimo e una improvvisa riduzione della redditività operativa dovuta

a svariati fattori potrebbe comportare elevati danni alla redditività nel caso il debito fosse molto elevato. Inoltre, bisogna sempre tenere sotto controllo il debt-to-equity ratio, dato che l'azienda deve sempre cercare di presentare una buona solidità patrimoniale e un debito eccessivamente elevato, in ogni caso, potrebbe portare ad un aumento del rischio finanziario d'impresa e, quindi, ad un aumento del tasso richiesto dai finanziatori, portando lo spread a valori negativi.

Infine, bisogna considerare anche come la leva finanziaria è influenzata dalla leva operativa. Quest'ultima dà una misura della variazione che avrebbe il reddito operativo se dovesse variare il fatturato. È importante calcolarla e vederne le implicazioni perché ad una variazione delle vendite non corrisponde quasi mai una variazione proporzionale del risultato operativo: ciò è dovuto alla particolare configurazione della struttura dei costi che un'azienda può presentare. Infatti, aziende che hanno una struttura dei costi con costi fissi in maggioranza rispetto a quelli variabili presentano una leva operativa più elevata e, quindi, all'aumentare del fatturato si avrà un aumento più che proporzionale del margine operativo e viceversa. Ovviamente, le aziende che presentano un elevato grado di leva operativa sono più rischiose dato che la propria redditività operativa risulta essere maggiormente sensibile a variazioni del fatturato.

Detto ciò, la leva operativa influenza la leva finanziaria perché se grazie allo sfruttamento della prima si riesce a migliorare la redditività operativa allora si avrà uno spread *ROI-i* maggiore che permetterà di contrarre maggior debito per poter finanziare nuovi investimenti e migliorare la performance.

Tale rapporto migliorativo non risulta essere però biunivoco, dato che un miglioramento della leva finanziaria tramite, ad esempio, una migliore contrattazione del tasso di finanziamento con i propri finanziatori non determina un miglioramento della redditività operativa.

Quindi, per concludere, lo studio della performance economica è di fondamentale importanza per capire se l'azienda sta generando i ritorni desiderati e viene condotta tramite l'interpretazione di indicatori calcolati grazie a voci di reddito e di capitale ottenute tramite la riclassificazione dei prospetti di bilancio.

1.4 La performance del top management misurata come variazione del capitale economico

Tradizionalmente, l'obiettivo minimo del top management è stato quello di far raggiungere all'azienda un livello di redditività congrua che potesse permettere la sopravvivenza della stessa nel proprio contesto competitivo, il raggiungimento dell'equilibrio economico a valere nel tempo e un ritorno soddisfacente per gli investitori. Si trattava di un obiettivo da raggiungere in via sistematica e senza il quale altri soggetti non avrebbero avuto convenienza a investire capitali nella società.

Quindi, in tale ottica, la gestione era vista semplicemente come un susseguirsi di ricavi e costi la cui differenza determina il reddito, il quale avrebbe dovuto raggiungere un livello positivo e congruo tale da remunerare il capitale investito in maniera adeguata.

Con l'evoluzione dei mercati e dei contesti competitivi, però, si capì come la condizione minima del reddito congruo non poteva essere l'obiettivo centrale del top management. Di conseguenza, l'obiettivo divenne non solo il raggiungimento di una redditività congrua, ma soprattutto l'accrescimento del capitale economico dell'impresa, di cui la capacità di generare reddito è solo una delle componenti, orientando a tale nuovo scopo le scelte strategiche e operative.

Per capitale economico si fa riferimento sostanzialmente al valore che un'impresa assume in funzione della sua capacità a generare utilità future, le quali possono essere espresse in termini di redditi o di cash flow, prescindendo quindi dal relativo patrimonio.

È proprio la variazione del capitale economico nel tempo, denominata reddito economico, che viene utilizzata come indicatore di performance del top management, dato che tale variazione è una buona sintesi della capacità dell'impresa di generare o distruggere valore nel tempo.

Sono diverse le metodologie che possono essere utilizzate per stimare il valore del capitale economico. Tenzialmente, gli approcci di valutazione sono due:

- Approccio assoluto/analitico: si tratta di utilizzare dei modelli basati su ragionamenti economici articolati declinati poi in algoritmi che sintetizzano il ragionamento medesimo cercando di determinare il valore dell'impresa che si sta considerando alla luce di assumption fondamentali che vengono adottate dall'analista sulla base delle informazioni disponibili. Tale approccio lo si riscontra nei metodi di valutazione analitici basati sull'attualizzazione dei flussi reddituali o finanziari attesi: analitici perché con tali metodi è necessario stimare i value driver dell'impresa, come i ricavi, i costi, gli investimenti e così via, sulla base delle assumption che vengono adottate. Esempi di metodi rientranti in tale approccio sono il Discounted Cash Flow, sicuramente il più utilizzato nella prassi valutativa, il Flow to Equity Method, il Dividend Discount Model, il metodo reddituale e così via;
- Approccio relativo/sintetico: questo approccio è basato sui cosiddetti multipli di mercato, i quali permettono di stimare il valore dell'impresa per via indiretta, dato che la valutazione è effettuata sulla base del valore espresso da imprese che sono considerate simili e comparabili a quella oggetto di valutazione. Quindi, non viene costruito un modello finanziario basato sulla stima dei value driver dell'impresa per determinarne il capitale economico, ma vengono appunto utilizzati tali multipli di

mercato che moltiplicati per un determinato parametro specifico dell'impresa se ne ottiene il valore. I multipli più utilizzati sono, ad esempio, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/Sales¹⁵, P/E¹⁶, P/BV¹⁷, P/FCF¹⁸ e così via.

Solitamente, nella prassi finanziaria, viene utilizzato un metodo analitico come metodo principale per stimare il valore del capitale economico e un metodo relativo come metodo di controllo di quello principale.

Inoltre, l'output della valutazione è diverso a seconda della prospettiva che viene adottata:

- Prospettiva asset side: il valore del capitale economico, denominato enterprise value, in tal caso si riferisce al valore di tutti gli asset investiti nell'impresa disponibile per tutti gli investitori, sia di equity che di debito;
- Prospettiva equity side: il valore del capitale economico, denominato equity value, è il valore di mercato dell'equity dell'impresa disponibile ovviamente per i soli shareholder.

In ogni caso, l'adozione di una prospettiva rispetto all'altra è indifferente, dato che la differenza tra i due output possibili che si possono ottenere dalla valutazione sta nella net financial position. Infatti:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Net financial position}$$

Quindi, è proprio studiando la variazione nel tempo del capitale economico stimato secondo uno di tali metodi di valutazione che si può verificare se le scelte strategiche e operative implementate dal top management stanno determinando delle performance positive in termini di creazione di valore.

¹⁵ EV: Enterprise Value.

¹⁶ P/E (Price to Earnings): è un multiplo al cui numeratore abbiamo il prezzo attuale dell'azione e al denominatore l'utile netto, il quale può essere quello storico, attuale o prospettico.

¹⁷ P/BV (Price to Book Value): al numeratore vi è l'equity value e al denominatore vi è il valore di bilancio del patrimonio netto.

¹⁸ P/FCF (Price to Free Cash Flow): si tratta di un multiplo che rapporta il prezzo attuale dell'azione al cash flow derivante dall'attività operativa al quale viene sommato quello derivante dall'attività di investimento.

1.5 Il reporting

Una volta implementato nell'ambito del controllo di gestione un efficace sistema di measurement delle performance, l'output che si otterrà a seguito delle misurazioni sarà costituito da un insieme di informazioni che saranno poi rese disponibili in fase di reporting.

Ovvero, una volta raccolte, classificate e selezionate, queste informazioni vengono rappresentate in dei report che hanno lo scopo di comunicare le informazioni economico-finanziarie e non solo all'interno dell'organizzazione aziendale. Tali report conterranno solo informazioni utili al management per prendere delle decisioni e correggere eventualmente il tiro delle proprie azioni strategiche e operative nel caso i risultati raggiunti dovessero discostarsi dagli obiettivi prefissati. Per tale motivo, il sistema di reporting deve essere gestito in modo dinamico e le informazioni devono essere rese disponibili al management in maniera tempestiva.

Quindi, il reporting è certamente l'output principale del sistema di measurement delle performance, ma è anche un input all'azione manageriale, dato che ne influisce le decisioni rendendolo di fatto uno degli strumenti di gestione.

Ovviamente, vi possono essere tanti tipi di report a seconda del diverso contenuto, articolazione, forma, frequenza e tempestività nella comunicazione. In tal senso, la tipologia di report dipende dal destinatario del medesimo che può essere collocato a uno dei diversi livelli dell'organizzazione.

Un aspetto molto importante che riguarda i report è la tipologia di rappresentazione delle informazioni: si possono utilizzare grafici, tabelle numeriche, descrizioni sintetiche e così via.

Parlando di report che contengono informazioni economico-finanziarie derivanti dalla misurazione di tale tipo di kpi, solitamente i report direzionali destinati al top management presentano innanzitutto una top page, ovvero una tabella numerica che riporta i principali indicatori quali, ad esempio, fatturato, gross margin, reddito operativo, ROIC, net financial position, free cash flow e così via.

Un altro report direzionale molto importante contenente dati economico-finanziari è quello che si focalizza proprio sul ritorno del capitale investito: normalmente, viene data evidenza del livello attuale del ROIC e della sua variazione rispetto all'ultimo consuntivo, anche infrannuale, e al budget del medesimo periodo di riferimento. Inoltre, viene messa in luce la composizione di tale kpi evidenziando, ad esempio, il ROS e il CT.

Per concludere, una gestione dinamica e tempestiva del sistema di reporting che comunichi al management informazioni selezionate e utili per prendere decisioni è di fondamentale importanza per l'esecuzione della strategia e il raggiungimento degli obiettivi.

CAPITOLO 2. LE OPERAZIONI DI M&A E GLI EFFETTI SULLE PERFORMANCE

2.1 Le operazioni di M&A

Con l'espressione M&A ci si riferisce alle operazioni di finanza straordinaria quali fusioni e acquisizioni, tramite cui una società acquirente riesce ad ottenere una partecipazione di controllo in una società target. In realtà, tale espressione risulta essere restrittiva, dato che con la stessa si fa riferimento non solo alle merger e alle acquisition, ma anche ad altre operazioni quali LBO, Joint venture, IPO, tender offer, delisting, spin-off, equity carve-out, split-off e turnaround, ovvero tutte quelle operazioni di carattere straordinario. Si parla di operazioni straordinarie data l'eccezionalità e la frequenza con cui queste sono realizzate.

2.1.1 Obiettivi di un'operazione di M&A

Le operazioni di M&A, generalmente, hanno l'obiettivo di perseguire una crescita dimensionale per via esterna: infatti, la crescita della dimensione dell'organizzazione non deriva da fattori interni alla società, bensì dall'acquisizione di una società terza oppure dalla fusione con la stessa. Attraverso tale crescita dimensionale si possono raggiungere degli obiettivi strategici difficilmente perseguibili internamente in periodi più brevi di quelli necessari per attuare un'operazione di finanza straordinaria: si pensi, ad esempio, ad un aumento consistente della quota di mercato, all'ottenimento di economie di scala, alla creazione di un know-how anche in segmenti e settori diversi da quelli in cui opera la bidder ¹⁹e così via. Si tratta di obiettivi che internamente possono essere raggiunti solo nel lungo periodo e con ingenti investimenti e sforzi da parte dell'azienda. Non bisogna trascurare però che a volte un sovradimensionamento a seguito di un'operazione di finanza straordinaria può portare ad un aumento dei costi fissi tale da pregiudicare la futura profittabilità. Ovviamente, bisogna stare attenti anche ai possibili effetti negativi che tali operazioni straordinarie possono avere sull'organizzazione aziendale. Infatti, a seguito di un'operazione di M&A bisogna attuare un'attenta gestione dei processi di riorganizzazione aziendale dato che, una volta portata l'operazione a compimento, l'azienda non è più quella di prima ma diventa un'organizzazione più complessa frutto della combinazione di più entità che potrebbero non star bene insieme. Per questo l'integrazione delle diverse culture aziendali è fondamentale per la buona riuscita di tali operazioni, soprattutto a livello di risorse umane. Infatti, è proprio la non curanza di questi aspetti che porta molte operazioni di finanza straordinaria a non conseguire i risultati previsti in termini di fatturato, cash flow, rendimento, efficienza e così via. In tal senso, bisogna considerare anche i costi connessi al processo di integrazione post merger, i quali potrebbero essere talmente elevati da inficiare il rendimento dell'operazione e i margini futuri.

¹⁹ Società acquirente in un'operazione di M&A.

In genere, i risultati che gli shareholder e il top management si aspettano di conseguire tramite la realizzazione di operazioni di M&A sono molteplici:

- Aumento della market cap: quando le società coinvolte sono quotate e gli investitori giudicano positiva l'operazione, allora è molto probabile che il valore di mercato s'innalzi per effetto del miglioramento delle prospettive in termini di utili e cash flow o per la crescita del valore degli asset;
- Maggiore stabilità finanziaria: grazie all'integrazione, in genere, migliorano le prospettive future dei cash flow rispetto alla situazione precedente all'operazione straordinaria, garantendo così maggior cassa per gli investimenti e per ripagare le proprie fonti di finanziamento, le quali devono essere accuratamente selezionate e combinate per finanziare l'operazione;
- Vantaggi strategici e competitivi: grazie all'operazione, come detto, la bidder potrebbe ottenere un vantaggio competitivo nei segmenti di mercato in cui già opera oppure potrebbe cambiare la propria strategia inserendosi in segmenti e settori nei quali precedentemente non operava, adottando così una strategia di diversificazione che può avere delle implicazioni finanziarie positive, ad esempio in termini di diminuzione del WACC, comportando così un rendimento sul capitale investito più soddisfacente.

Detto ciò, però, bisogna considerare anche che entrare in nuovi business potrebbe far aumentare il rischio operativo, compromettendo in parte la creazione di valore conseguente al deal. Quindi, in caso di integrazioni orizzontali è necessario fare una valutazione accurata delle conseguenze finanziarie e operative che l'operazione comporta, non dimenticando che, in caso di diversificazione, la bidder deve comunque focalizzarsi sul proprio core business quale maggiore fonte di fatturato e cassa;

- Benefici organizzativi: se, come detto, sono previsti specifici piani di integrazione delle realtà aziendali che si combinano e viene attuato un attento riassetto dell'organizzazione aziendale, allora nel medio periodo si potranno vedere dei benefici nell'utilizzo delle risorse in termini di economie di scala e di scopo;
- Aumento del valore degli intangibles: a seguito di un'operazione del genere, accompagnata da un'efficace campagna di marketing e comunicazione al mercato, gli intangibles potrebbero vedere aumentare il proprio valore, come i brand già posseduti e quelli acquisiti.

Ovviamente, i risultati concreti che ci si aspetta di realizzare da operazioni di finanza straordinaria dipendono anche dalla tipologia di investitore che sta attuando la medesima e dalla logica che utilizza. In tal senso, le due categorie di investitori che possono realizzare un'operazione di M&A sono:

- Investitori industriali: questi utilizzano una logica di tipo strategico-industriale e hanno come obiettivo la maggiore generazione di valore derivante dall'integrazione. Infatti, questi sono interessati a sfruttare le potenziali sinergie positive derivanti dall'integrazione che possono poi tramutarsi in migliori margini e nell'ottenimento di un vantaggio competitivo, anche in settori differenti rispetto a quelli in cui la bidder già operava.

Solitamente, questi investitori utilizzano, nel finanziamento dell'operazione, un grado di leva finanziaria tale che il livello di indebitamento sia poi compatibile con la prosecuzione dell'attività.

Come detto, una volta realizzata l'operazione, tali investitori hanno come obiettivo quello di portare a termine la post merger integration delle diverse realtà aziendali per sfruttare le sinergie e intraprendere un percorso di maggiore creazione di valore rispetto alla situazione di partenza, oppure, nel caso non dovesse consistere in una fusione, cercare di intervenire nella governance societaria, ad esempio sostituendo il top management, e dare alla target l'indirizzo strategico pianificato in sede di valutazione dell'investimento. Proprio per la presenza di sinergie che solitamente l'investitore industriale può sfruttare post integrazione, in genere questo paga prezzi più elevati per portare a conclusione un deal rispetto agli investitori di natura finanziaria;

- Investitori finanziari: sono solitamente fondi come private equity, venture capitale, hedge fund e così via che hanno, a differenza dei primi, lo scopo di detenere una partecipazione per un periodo di tempo limitato, tendenzialmente tra i tre e i cinque anni, dopo il quale dismettere l'investimento per ottenere un capital gain, attuando così una exit strategy.

Il ruolo degli investitori finanziari nel supporto all'attività di M&A sarà oggetto di studio del capitolo successivo.

Quindi, compresi tutti i vantaggi che le operazioni di M&A possono comportare e i risultati che management e investitori si aspettano, bisogna comprendere come il fine ultimo sia sempre quello della maggiore creazione di valore. In tal senso, per capire se l'operazione sta creando valore per i soggetti coinvolti, è necessario effettuare un confronto (lo si può fare sia ex ante che ex post): si determina innanzitutto il rendimento dell'operazione, considerando nella sua determinazione gli interessi di tutte le parti coinvolte nell'operazione, ovvero shareholder della bidder, della target e tutti i finanziatori, e si utilizza come benchmark un rendimento target, solitamente quello di un'operazione caratterizzata da un livello di rischio simile. Se dal confronto emerge che il rendimento dell'operazione è maggiore del rendimento target allora l'operazione oggetto di analisi sta generando valore, altrimenti lo sta distruggendo.

Nella stima del valore bisogna tenere a mente anche il ruolo che le sinergie potenziali possono svolgere: queste devono essere attentamente valutate e adeguatamente realizzate e sfruttate dalla bidder a seguito dell'operazione.

Come detto, nel determinare il rendimento dell'operazione bisogna considerare il valore che questa genera a favore di tutti i soggetti coinvolti. Per quanto riguarda il valore per gli shareholder della bidder, solitamente questo è dato dalle prospettive future in termini di cash flow e di redditi della target oppure della medesima bidder nel caso di fusione.

Solitamente, i ritorni che gli shareholder ottengono nel breve periodo per effetto dell'acquisizione sono negativi anche perché molto spesso il prezzo dell'operazione risulta essere gonfiato da dinamiche di mercato tra bidder e target, come ad esempio da controfferte presentate da altri concorrenti che vorrebbero acquisire

la medesima target oppure da premi per il controllo che la bidder ha dovuto includere nel prezzo, e il mercato non sempre riesce a giustificare tale pricing sin da subito.

Invece, per quanto concerne il valore per gli shareholder della target, questo è ovviamente misurato dal prezzo pagato dalla bidder per acquistare le partecipazioni. Ovviamente, si tratterà un di prezzo soddisfacente se questo sarà superiore al valore attuale dei dividendi che gli shareholder si aspettano di percepire nel lungo periodo. Tale prezzo a volte può anche essere variabile per via di clausole contrattuali che le parti decidono di prevedere nel pagamento del corrispettivo dell'operazione, come, ad esempio, nel caso in cui decidessero di prevedere clausole di earn-out, sulla base delle quali il pagamento di una parte del corrispettivo viene legato a future performance della target a seguito dell'operazione. Ciò fa capire che quando vi è la previsione di tale tipo di clausola allora è anche prevista la permanenza provvisoria o continuativa del precedente azionariato di maggioranza che ha venduto le quote nella compagine sociale o nel management, affinché possa guidare l'integrazione verso una futura creazione di valore. Tale scenario lo si riscontra soprattutto quando la target è un'azienda a conduzione familiare oppure quando è centrale la figura dell'imprenditore che sta decidendo di vendere.

A volte, il management della target potrebbe rappresentare un ostacolo all'ottenimento di un buon prezzo per i propri shareholder o addirittura alla realizzazione dell'operazione stessa. Infatti, il board potrebbe sentirsi minacciato da una possibile acquisizione dell'azienda perché spesso la bidder utilizza anche la governance come leva di creazione del valore. Infatti, a seguito del compimento dell'operazione, questa potrebbe sostituire il management presente nel board con dei manager da essa voluti.

Proprio per evitare tale sostituzione, il management mette spesso in pratica delle tecniche per evitare che l'operazione venga portata a termine. Innanzitutto, cerca di far capire ai propri shareholder come il prezzo che la bidder è disposta a pagare sia inferiore al valore attuale dei dividendi che percepirebbero continuando a restare nella compagine sociale. In tal senso, il management della target potrebbe fare in modo di ridurre il valore dell'azienda così da costringere la bidder ad abbassare il prezzo necessario per acquisirla, portando gli shareholder della target a non concludere il deal. Detto ciò, tali espedienti di difesa messi in atto dal management della target possono consistere in:

- **poison pills:** interventi che hanno come scopo la riduzione del valore della target tramite emissione di nuove azioni così da aumentare il numero di investitori e rendere più complesso l'acquisto di una partecipazione di controllo, buy-back di azioni o distribuzione di dividendi per ridurre la cassa disponibile e piani di stock option a favore del management;
- **shark repellents:** misure di governance che si sostanziano in previsioni contenute nello statuto volte a rafforzare il board in termini di rielezione e sostituzione dei membri e che limitano i diritti degli shareholder in termini di convocazione delle assemblee straordinarie e delle maggioranze necessarie per emanare determinate delibere;
- **gold parachutes:** premi di liquidazione per il management in caso di sostituzione del medesimo.

Infine, per quanto riguarda gli investitori di capitale di debito, i finanziatori della target potrebbero giovare dell'operazione quando la bidder ha una solidità e liquidità tale da rendere ancora più certo il rimborso del debito.

Quando si valuta se un M&A deal possa avere successo riguardo gli obiettivi che i soggetti coinvolti si sono prefissati e in termini di creazione di valore, vi sono degli aspetti che il management deve imprescindibilmente valutare:

- Opportunità strategiche: bisogna capire se l'operazione consente all'investitore industriale di ottenere un portafoglio prodotti maggiormente diversificato tale da aggredire nuovi segmenti o nuovi mercati e aumentare il proprio fatturato rispetto ai concorrenti, se inoltre permettere di ottenere un know-how tale da migliorare taluni processi aziendali, favorire la realizzazione di economie di scala tale da ottenere benefici in termini di costi e di efficienza e così via;
- Reazione dei concorrenti: l'operazione è di successo se consente all'azienda di ottenere nel lungo periodo un vantaggio competitivo rispetto ai propri concorrenti tale da farla diventare anche leader del settore in cui opera;
- Risultati economico-finanziari prospettici: solitamente, tali operazioni, grazie all'aumento della quota di mercato e ad un uso più efficiente delle risorse aziendali, permettono di generare margini più soddisfacenti. Inoltre, bisogna considerare anche le eventuali sinergie che si avrebbero nel caso l'investitore fosse di tipo industriale o strategico;
- Sostenibilità finanziaria dell'operazione: è molto importante costruire i flussi di cassa prospettici così da capire se la generazione di valore che si avrebbe grazie all'operazione sarà sufficiente a finanziare la medesima oppure bisogna ricorrere a debito finanziario o ad aumento di capitale;
- Cultura aziendale: per sfruttare le opportunità strategiche può essere necessario gestire dei processi di riorganizzazione per far in modo che le diverse culture aziendali possano sposarsi evitando rischi di conflitti che potrebbero non far realizzare gli obiettivi prefissati;
- Valore degli intangibles: verificare le implicazioni sul valore dei brand e l'arricchimento del know-how;
- Compliance legale e fiscale: bisogna tenere a mente tutti i passaggi formali e i tempi legali necessari per completare l'operazione, considerando anche gli eventuali divieti normativi che vi sono, ad esempio, in tema di antitrust. Inoltre, non bisogna dimenticare le implicazioni fiscali che hanno tale tipo di operazioni, valutando se il costo fiscale che ne consegue può essere sostenuto dai benefici che ne deriveranno.

Si tratta di aspetti che devono sicuramente essere considerati precedentemente all'avvio del processo dell'operazione, ma devono essere monitorati dalla bidder e dalla target anche durante le negoziazioni per cercare di arrivare a un closing il più liscio possibile.

2.1.2 Le tipologie di integrazione

Comprese cosa sono le operazioni di M&A e quali sono gli obiettivi e i risultati che i soggetti coinvolti si aspettano di raggiungere, è ora possibile classificare tali operazioni di finanza straordinaria in relazione alla modalità di integrazione che si vuole realizzare, la quale dipende ovviamente dagli obiettivi che si vogliono perseguire. Solitamente le tipologie di integrazione che si possono attuare con le operazioni di M&A sono:

- Integrazione orizzontale: si ha tale tipo di integrazione quando l'obiettivo della bidder è quello di acquisire il controllo di un proprio competitor con la prospettiva di aumentare la propria quota di mercato, ottenere economie di scala, impossessarsi del suo know-how e ovviamente eliminare dallo scenario competitivo un concorrente che potrebbe rosicchiare il proprio vantaggio competitivo.

Per quanto riguarda il know-how, molto spesso le operazioni di M&A vengono implementate proprio come sostituzione a investimenti in R&D²⁰, acquisendo così la conoscenza generata dai propri competitors grazie ai loro investimenti.

Un altro obiettivo potrebbe essere anche quello di penetrare in nuovi mercati geografici acquisendo, ad esempio, una società di più piccole dimensioni ben inserita nel proprio contesto locale. Si tratta di un'operazione molto spesso vantaggiosa sotto il profilo economico dato che inserirsi in nuovi contesti geografici autonomamente richiede molto spesso investimenti non indifferenti rispetto alla realizzazione di un'operazione straordinaria;

- Integrazione verticale: in questo caso, l'obiettivo di chi acquisisce non è quello di controllare un competitor, bensì di ottenere delle efficienze tramite l'acquisizione di una target lungo la propria value chain, integrando ad esempio un cliente o un fornitore;
- Integrazione conglomerate: è la tipologia di integrazione che permette di realizzare la diversificazione di cui prima, dato che si basa sull'acquisizione di una target che opera in un business totalmente diverso da quello della bidder. Vi sono stati in tal senso dei casi in cui la bidder ha creato poi una convergenza tra la sua attività e quella della target, apparentemente diverse ma generatrici di potenziali sinergie se combinate.

Molto spesso, tale tipo di integrazione viene attuata anche per target che operano sostanzialmente nel medesimo business della bidder, ma le due vendono prodotti diversi nel medesimo mercato oppure prodotti simili in mercati diversi. In questo caso, quindi, l'obiettivo della bidder è quello di rafforzare la propria offerta.

2.1.3 Il processo di acquisizione

Il processo tramite il quale una bidder acquisisce una target è solitamente lungo, si compone di diverse fasi e richiede l'aiuto di vari consulenti. In tal senso, le fasi di tale processo possono essere riassunte come segue:

²⁰ Ricerca e sviluppo.

1. Definizione della strategia e degli obiettivi: in tale fase prodromica, la bidder deve innanzitutto capire qual è il bisogno che la spinge a considerare un'operazione di M&A piuttosto ad altre alternative strategiche, indagando se altre aziende nel medesimo settore o mercato hanno implementato in passato operazioni del genere che hanno poi avuto successo.

In relazione a tale bisogno e obiettivo che vuole perseguire, sulla base dei quali viene definita anche la tipologia di integrazione che vorrà realizzare, la bidder dovrà capire se possiede le risorse finanziarie necessarie per poter concretizzare un'operazione di finanza straordinaria oppure se ha la possibilità di reperirle sul mercato.

Fatto ciò, questa potrà cominciare a delineare quelle che sono le caratteristiche che la target ideale deve possedere, a scegliere i propri consulenti strategici, finanziari e legali, indispensabili per poter portare a termine un'operazione così complessa e che richiede competenze assai diverse e multidisciplinari, e potrà infine programmare i tempi di realizzazione della medesima;

2. Ricerca e selezione delle target: quindi, definiti strategia, obiettivi e caratteristiche della target ideale, la bidder può passare ad una vera e propria attività di scouting, basata sull'analisi di dati economico-finanziari, commerciali, di governance e così via, sulla base della quale si cercherà di definire un ventaglio ampio di soluzioni possibili. In tale fase, ci si concentra sulle probabili target effettuando delle analisi stand-alone, ovvero senza considerare le eventuali sinergie positive che potrebbero scaturire dall'integrazione tra le due società.

Costruita tale lista di possibili target, ordinate per preferenza sulla base delle caratteristiche ideali precedentemente definite, la bidder, coadiuvata dai propri advisor, procede alla redazione delle cosiddette approach letter, nelle quali sono contenute una descrizione sintetica della bidder, le motivazioni strategiche per le quali la società vuole procedere ad un'acquisizione e le prospettive di cui potrebbero giovare probabile target e relativi shareholder nel caso l'operazione dovesse andare a buon fine;

3. Selezione di un numero ristretto di target: inviate le approach letter alle probabili target che compongono la lista precedentemente costruita, quelle che danno un riscontro positivo al primo approccio da parte della bidder e che sembrano voler proseguire le trattative vengono inserite in una cosiddetta short list. Le probabili target della short list, interessate quindi all'acquisizione da parte della bidder, si scambiano con quest'ultima informazioni sensibili sulla base di un accordo di riservatezza, grazie alle quali alla bidder sarà più facile valutare quale delle target può essere quella ideale. Infatti, l'analisi iniziale effettuata nella precedente fase è solitamente condotta sulla base di dati di mercato, come ad esempio bilanci, relazioni agli investitori e così via. A seguito dell'approccio positivo, la bidder sfrutta la possibilità di ottenere quante più informazioni possibili per poter scegliere la target ideale in maniera consapevole. Tali informazioni e analisi approfondite vengono contenute in uno dei documenti più importanti di tutto il processo di sviluppo di un'operazione di finanza straordinaria, ovvero l'information memorandum, il quale presenta

un'analisi sviscerata del business della target, del mercato e del contesto competitivo in cui opera, del proprio portafoglio prodotti, della governance, degli asset, dell'organizzazione e del suo business plan;

4. Pianificazione dell'attività di negoziazione: quindi, riassumendo, si definiscono le caratteristiche della target ideale, si scelgono le probabili target, si invia loro una approach letter, si inseriscono in una short list quelle che danno un approccio positivo e si raccolgono tutte le informazioni più importanti su queste nei vari information memorandum. Fatto ciò, la bidder possiede tutte le informazioni necessarie per poter scegliere la target ideale nella quale investire. Inoltre, sulla base del business plan che viene tipicamente incluso nell'information memorandum, la bidder può procedere anche alla valuation della target preferita grazie ai flussi reddituali e di cassa prospettici. Infatti, solitamente, è proprio in tale fase che si accresce il team di consulenti che supportano le due società nella realizzazione dell'operazione;
5. Negoziazione: innanzitutto, le parti si incontrano per fissare i termini irrinunciabili, senza dei quali bidder e target non sarebbero disposte a proseguire nelle trattative.

Definiti tali termini, la bidder procede alla redazione di una letter of intent, il cui contenuto presenta solitamente la conferma della volontà della bidder a proseguire nella negoziazione, la definizione di un range di prezzo ritenuto accettabile, la descrizione del processo di due diligence, i tempi entro cui terminare l'operazione e così via.

La LOI verrà poi accettata dalla target così da poter continuare la contrattazione, la quale successivamente verterà su punti quali l'identificazione dell'acquirente (bidder medesima, veicolo societario e così via), modalità tecnica di realizzazione dell'operazione (cessione di quote, spin-off, ecc.), metodo di pagamento (swap, cash, clausole di earn-out e così via) e definizione delle condizioni sospensive per il closing (buon esito della due diligence, ottenimento delle risorse finanziarie da parte della bidder, ecc.).

A seguito dell'accettazione della lettera, la bidder provvederà a presentare alla target una non-binding offer, la quale è una vera e propria offerta di acquisto contenente le condizioni essenziali in vista del deal finale. Si tratta di un'offerta non vincolante per la bidder perché questa deciderà se renderla impegnativa a seguito dell'esito dell'attività di due diligence. Così, i consulenti incaricati dalla bidder procederanno proprio a tale attività di due diligence volta a risolvere e comprendere alcuni nodi critici legati agli asset, accounting, compliance e così via. Tale attività è di fondamentale importanza dato che se dovessero emergere taluni rilievi, questi potrebbero riflettersi sul prezzo inizialmente contenuto nella non-binding offer oppure sulle garanzie richieste dalla bidder;

6. Due diligence e closing del deal: se tutta l'attività di negoziazione dovesse andar buon fine, ovvero accettazione della LOI, della non-binding offer e dell'offerta finale a seguito dell'attività di due diligence, allora le parti procederanno al signing dei contratti e al closing del deal, ovvero cessione delle quote o realizzazione della technicalità concordata. Se le parti non riuscissero ad arrivare al

closing, la bidder potrebbe riprendere il processo dalla short list che aveva precedentemente definito e avviare con un'altra target delle nuove trattative.

Grazie a tale paragrafo si è quindi capito in cosa consistono le operazioni di M&A, quali benefici apportano se gli obiettivi prefissati sono adeguatamente raggiunti, quali tipologie di integrazione è possibile realizzare e come si struttura il processo che porta al deal finale.

Detto ciò, prima di osservare nel dettaglio quali sono i driver che nell'implementazione di un'operazione di finanza straordinaria impattano poi sulle performance aziendali, è utile osservare qual è lo stato dell'arte e le prospettive future delle operazioni di M&A nel contesto economico globale e italiano.

2.2 L'attività di M&A in Italia e nel mondo: situazione attuale e prospettive future

Il 2021 è stato un anno straordinario per le operazioni di M&A a livello globale: ciò sicuramente grazie all'elevata liquidità presente nei mercati e dalla necessità degli investitori di implementare delle soluzioni per riprendersi dallo shock causato dalla pandemia da Covid-19.

Nel 2022, però, tale crescita dei deal è stata interrotta a causa delle incertezze generate dalle varie crisi a livello globale e delle politiche monetarie più restrittive implementate dalle banche centrali di tutto il mondo per combattere l'inflazione sempre più galoppante.

Si è tornati così a una situazione in linea a quella pre pandemia: infatti, si pensi che nel 2021 i deal conclusi a livello globale ammontavano a 5.768, per un valore di quasi 5.500 miliardi di dollari, mentre quelli nel 2022 sono stati pari a 4.153 (-28% rispetto al 2021), per un valore di quasi 3.500 miliardi di dollari (-36% rispetto al 2021)²¹.

Il calo consistente del valore dei deal è stato causato dall'incertezza economica che ha inevitabilmente impattato anche sui multipli medi delle transazioni che sono diminuiti fino ad arrivare a 9,7x nel 2022 rispetto agli 11,4x del 2021.

Il settore più resiliente è stato quello dell'energy, per via della crisi energetica degli ultimi anni che ha accentuato l'impegno dei settori pubblico e privato per la transizione energetica, con un aumento degli investimenti nell'ambito delle energie rinnovabili.

Le prospettive delle operazioni di M&A per il breve termine appaiono assai complesse data l'inflazione, i timori di recessione, la difficoltà di approvvigionamento delle materie prime, tensioni geopolitiche e crisi energetica. Tale incertezza ha contribuito ad aumentare il costo del debito per le imprese, rendendo complesso l'approvvigionamento di risorse finanziarie per concludere i deal.

Le operazioni di finanza straordinaria restano comunque delle occasioni importanti per poter intraprendere dei percorsi di crescita finalizzati alla maggiore creazione di valore per tutti gli stakeholder.

Per quanto riguarda nello specifico l'Italia, nel corso del 2022 sono stati registrati circa 971 deal nel nostro Paese per un valore di 89,4 miliardi di euro, rispetto ai 742 dell'anno precedente per un valore di 80,5 miliardi di euro, con un aumento del 31%, con un trend quindi in controcorrente rispetto alla situazione globale.

Inoltre, vi è una significativa incidenza dei cosiddetti mega-deal, ovvero quelle operazioni con valore superiore al miliardo di euro: 15 operazioni nel 2022, 18 nel 2021. In tal senso, si pensi all'investimento dei fondi Blackstone e Macquarie in Holding Reti Autostradali, a quello del gruppo svizzero Dufry in Autogrill e così via.

I settori che hanno visto il maggior numero di deal nell'ultimo anno sono stati quello industriale e del chemical, del tech e del consumer.

²¹ Dati Dealogic

A livello geografico, l'attività di M&A si è concentrata sul territorio in maniera disomogenea com'era facilmente prevedibile: infatti, di quei 971 deal registrati nel 2022, solo 80 si sono registrati al sud, con fanalino di coda la Calabria che ha registrato un solo deal (insieme alla Valle d'Aosta).

Il nord, motore economico e industriale del Paese, ha registrato ben 706 deal (73% del totale) e la Lombardia è stata la regione che ha visto più operazioni concludersi: 366 deal.

Il centro ha registrato 185 deal, sicuramente grazie all'elevato numero di operazioni concluse in Toscana e nel Lazio. In tal senso, molto importante è stata la presenza dei distretti industriali in queste zone.

2.3 M&A e performance

Adesso è possibile entrare nel dettaglio degli elementi delle operazioni di finanza straordinaria che influenzano le performance delle società coinvolte.

Quando si parla di performance in ambito di operazioni di M&A non si può non parlare delle sinergie, le quali se adeguatamente realizzate e sfruttate possono migliorare non poco la performance post merger.

Inoltre, risulta interessante analizzare anche quali sono le cause che solitamente portano i deal a non realizzare le previsioni di performance stimate durante l'attività di valutazione e due diligence.

Infine, si presenterà un esempio di deal per il quale saranno osservate le performance post merger così da verificare se l'operazione realizzata ha prodotto gli effetti sperati.

Introducendo l'argomento, vi sono diversi studi empirici che sono stati condotti negli ultimi decenni, i quali hanno portato sostanzialmente a risultati differenti, dato che vi sono studi che sostengono che le operazioni di M&A migliorano le performance e altri che sostengono la tesi opposta.

Bisogna però considerare che le performance post merger sono influenzate da diversi fattori come la modalità di finanziamento dell'operazione, il metodo di pagamento agli shareholder della target, le dimensioni che si ottengono a seguito dell'integrazione, la tipologia di integrazione, la leva finanziaria utilizzata e così via. Per quanto riguarda quest'ultima, nel quarto capitolo dell'elaborato si cercherà di capire il tipo di correlazione che intercorre tra la capital structure adottata dalla bidder e le performance post merger attraverso una retta di regressione.

Detto ciò, al netto dei risultati discordanti che gli studi prima menzionati hanno fornito, vi è convergenza sul fatto che i soggetti che maggiormente beneficiano da un'operazione di finanza straordinaria sono gli shareholder delle target, dato che questi ottengono solitamente prezzi molto elevati dai deal per la presenza di sinergie incluse nella valutazione e/o per i premi per il controllo pagati dalla bidder.

2.3.1 Le sinergie

Come già detto, nell'attività di due diligence nel quale si valuta la convenienza ad investire nella target preferita, la bidder deve considerare anche i possibili effetti sinergici che potrebbero derivare dall'integrazione. Infatti, le sinergie, se poi correttamente realizzate e sfruttate nella fase post merger, consentono alla bidder di ottenere performance migliori, offrire ai propri shareholder dei ritorni maggiori o più soddisfacenti e permettono sostanzialmente alle spese connesse all'operazione di pagarsi da sole.

L'effetto sinergico di un'operazione di M&A lo si può vedere dalla seguente formula²²:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

²² Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, 2018 – Gaughan Patrick A., Merger strategy (chapter 4)

dove NAV è il net acquisition value, V_{AB} è il valore combinato della bidder e della target, V_A è il valore della bidder, V_B è il valore della target, P è l'eventuale premio pagato ed E rappresenta le spese sostenute per il processo di acquisizione.

L'effetto sinergico positivo lo si vede nella parentesi della formula, ovvero quando il valore combinato delle due società risulta essere maggiore della somma algebrica del valore delle medesime. Ciò è appunto frutto di eventuali sinergie che possono essere sfruttate.

L'operazione sarà poi conveniente quando tale valore sinergico sarà superiore al premio pagato per l'acquisizione e alle spese sostenute relativamente all'operazione, ovvero quando il net acquisition value è positivo.

Solitamente, le sinergie vengono suddivise in operative e finanziarie.

Le sinergie operative consistono solitamente in un aumento dei ricavi e/o in una riduzione dei costi. Per quanto riguarda le sinergie che portano ad un aumento del fatturato, normalmente queste si originano da una delle seguenti fonti:

- Potere di determinazione dei prezzi: ciò succede di norma quando le due aziende che si integrano appartengono al medesimo settore, ovvero quando l'integrazione è orizzontale. Ovviamente ciò dipende anche dal grado di concorrenza del settore, ad esempio quando vi è un'elevata concentrazione, e dalle dimensioni della bidder e della target che concludono il deal, dalle quali dipendono il potere contrattuale che possiedono sul mercato. Quindi, tali situazioni portano l'azienda post merger a vendere sul mercato i propri prodotti a prezzi più alti grazie alla più elevata concentrazione nel settore a seguito dell'operazione e alla maggiore dimensione e forza contrattuale acquisita. Ovviamente, tale tipo di fonte sinergica potrebbe essere difficile da realizzare data presenza delle autorità antitrust;
- Combinazione di punti di forza funzionali: come si è già detto, una bidder potrebbe essere interessata all'acquisizione di una target per il suo know-how e per la sua capacità di implementare in maniera efficace investimenti in R&D. L'obiettivo, quindi, è quello di aumentare il fatturato acquisendo un punto di forza funzionale della target e combinandolo con altri punti di forza che la bidder possiede, come, ad esempio, una produzione efficiente, efficaci controlli qualità, capacità di marketing, rete di distribuzione articolata e presente in svariati contesti geografici e così via;
- Inserimento nei mercati ad alta crescita: entrare in nuovi mercati geografici che presentano prospettive di crescita più elevate rispetto a quelli già maturi è sicuramente un obiettivo che guida molte operazioni di M&A.

Viene da sé che tali possibili sinergie operative legate all'aumento del fatturato devono essere attentamente stimate e soprattutto è necessario fare una valutazione circa l'effettiva possibilità di un loro sfruttamento. Infatti, quando ad attuare un'operazione di finanza straordinaria è un investitore industriale, l'eventuale presenza di sinergie viene considerata nel calcolo del prezzo da pagare agli shareholder della target. Per tale

motivo, deve essere effettuata una loro attenta proiezione, altrimenti l'operazione potrebbe rivelarsi un insuccesso derivante dal prezzo eccessivamente elevato pagato dalla bidder.

L'altro tipo di sinergia operativa, come detto, è legata alla riduzione dei costi e, quindi, ad una maggiore efficienza. È tale tipo di sinergia che si ottiene solitamente da un'operazione di M&A, dato che quelle legate all'aumento dei ricavi sono più ardue da sfruttare.

Tale maggiore efficienza potrebbe derivare, ad esempio, dallo sfruttamento di economie di scala, con le quali si ha un abbattimento del costo unitario grazie a livelli di produzione più elevati, ottenendo così una ripartizione degli overhead cost su una più ampia base. Non bisogna dimenticare, però, che oltre certi livelli dimensionali un'organizzazione potrebbe incorrere in diseconomie di scala dovute all'eccessivo sovradimensionamento ottenuto a seguito di una merger. Infatti, molto spesso vi sono aziende più piccole di altre ma che sono più efficienti perché hanno raggiunto una dimensione ottimale.

Inoltre, quando si ha un aumento della dimensione e, di converso, del capitale investito, nel caso non dovesse esserci un miglioramento dell'EBIT si avrebbe sicuramente un peggioramento del ritorno del capitale investito, ovvero del ROIC.

Un'altra fonte di questo tipo di sinergia è il maggior potere contrattuale che si ottiene nei confronti dei propri fornitori a seguito della combinazione delle aziende. È un effetto che, quindi, si ottiene solitamente a seguito di integrazioni orizzontali, ma che si possono ottenere anche successivamente a conglomerati quando le due aziende seppur operanti in business diversi si riforniscono dai medesimi fornitori.

Vi sono studi empirici, infatti, secondo cui negli anni successivi a integrazioni orizzontali si verifica un peggioramento dei margini dei fornitori e un miglioramento dei margini delle aziende che hanno attuato l'operazione. Ciò porta ovviamente a un miglioramento delle performance e a ritorni più soddisfacenti.

Le sinergie finanziarie, invece, consistono nel più basso costo del capitale associato alla bidder post merger o alla target in caso di acquisizione grazie alla percezione di un minor rischio finanziario. Tale situazione conduce ad un miglioramento della performance aziendale dato che:

- Un minor costo del capitale si traduce in un WACC più basso, quale benchmark del ritorno sul capitale investito, e, quindi, in un ROIC più soddisfacente per gli investitori;
- Se il capitale costa meno allora saranno spesi a conto economico minori interessi passivi da debito finanziario, migliorando così l'utile e il ROE per gli shareholder.

Solitamente, l'integrazione di due aziende può portare ad una riduzione del rischio finanziario quando i cash flow delle due non sono perfettamente correlati. In tal caso, l'operazione potrebbe ridurre la volatilità dei cash flow permettendo all'azienda di ottenere capitale pagando un costo più basso.

Può succedere però che, a seguito dell'acquisizione, la target si riveli un pessimo investimento e allora la bidder si troverà costretta a ripagare il debito della prima con i propri flussi di cassa qualora questa non dovesse farcela. Tale effetto è denominato debt coinsurance, il quale sicuramente evita che una delle aziende possa fallire, ma porta dei benefici ai debtholder a scapito degli shareholder.

Questa teoria deriva dal fatto che i rendimenti di un'azienda sono frutto della somma dei rendimenti offerti ai debtholder e agli shareholder: a parità di rendimento, se i primi ottengono dei ritorni maggiori allora i secondi subiranno una riduzione dei propri. Quindi, l'effetto del debt coinsurance non crea nuovo valore, ma lo redistribuisce tra gli investitori di capitale.

È stato dimostrato che per ovviare a questo inconveniente qualora dovesse verificarsi, la bidder potrebbe aumentare il proprio debt-to-equity ratio fino ad un livello considerato accettabile. È vero che il maggior debito finanziario potrebbe portare ad un aumento del rischio finanziario associato all'azienda post merger, ma gli shareholder potrebbero sfruttare l'effetto fiscale positivo derivante dal debito, nonché l'effetto leva finanziaria nel caso l'azienda dovesse avere una buona redditività operativa.

In ogni caso, l'aumento del rischio finanziario sarebbe contenuto nel caso in cui la bidder dovesse essere di grandi dimensioni. Infatti, è dimostrato che le aziende più grandi hanno poche difficoltà a reperire capitali sui mercati finanziari e riescono a farlo a costi relativamente più bassi rispetto ad aziende più piccole.

Infine, si hanno sinergie finanziarie anche quando la bidder è una grande azienda solida e liquida ma non ha in quel momento soluzioni redditizie in cui investire. Invece, la target è un'azienda operante in business in crescita, con elevati rendimenti ma si tratta di una piccola azienda con poca liquidità ed elevati costi di accesso al capitale. In tal caso, la bidder potrebbe acquisire la target per investire la propria liquidità in tale business e sfruttare gli elevati rendimenti.

2.3.2 Motivi di insuccesso di un'operazione di M&A: i casi Microsoft-Nokia e Daimler-Chrysler

Una volta discusso delle variabili che possono influenzare positivamente le performance post M&A, è necessario argomentare anche dei motivi che solitamente portano un'operazione di finanza straordinaria a fallire nel raggiungimento dei suoi obiettivi e nella realizzazione di performance più soddisfacenti rispetto alla situazione di partenza. Infatti, bisogna ricordare che negli ultimi decenni è fallito circa l'80% dei deal conclusi a livello globale. È utile poi menzionare qualche esempio di deal e dei relativi motivi che non hanno portato agli obiettivi sperati.

In tal senso, i motivi che solitamente si riscontrano nel fallimento di un'operazioni di M&A sono svariati e i principali sono sicuramente i seguenti:

- Strategia debole o non comunicata: a volte un'operazione di finanza straordinaria potrebbe essere realizzata da parte del management per perseguire determinati obiettivi di performance che senza un'acquisizione non riuscirebbe a raggiungere. Ciò potrebbe portare a condurre un processo di acquisizione frettolosamente o con una strategia miope e non orientata al lungo periodo qualora l'operazione dovesse essere guidata dalla volontà di competere in nuovi segmenti dove altri competitor hanno già investito e sono presenti da anni.

Un altro problema è quello delle cosiddette fusioni a freddo, ovvero quando a seguito dell'acquisizione la bidder non comunica la propria strategia alla target acquisita e non la coinvolge

- nel processo decisionale, trattandola come una mera costola del gruppo appena ingranditosi, rendendo così il management e le risorse umane di questa poco motivati e insoddisfatti;
- Problemi connessi alla post merger integration: il processo di integrazione a seguito di una fusione è complesso e richiede tempo e competenze. Se non viene gestito in modo efficace è difficile che si possano realizzare delle sinergie;
 - Culture incompatibili e scarsa attenzione ai temi legati alle risorse umane: quando vi sono differenze culturali molto marcate tra le due realtà aziendali vi potrebbero essere delle frizioni o dei conflitti tra i dipendenti e i manager delle due società, impedendo il processo di integrazione di cui prima. È necessario, quindi, durante un processo di acquisizione coinvolgere le risorse umane affinché le due diverse culture aziendali possano convivere;
 - Non realizzazione o errata valutazione delle sinergie: molto spesso, le integrazioni vengono realizzate proprio per sfruttare le eventuali sinergie operative e finanziarie che ne possono derivare. Per tale motivo queste devono essere attentamente valutate in fase di due diligence e deve essere previsto un piano per realizzarle;
 - Prezzo pagato per la target eccessivamente elevato: se il mercato giudica il prezzo dell'acquisizione troppo elevato sicuramente ne potrebbe risentire lo share price della bidder;
 - Altri: conflitti tra il management della bidder e quello della target, due diligence poco approfondita, problemi di branding post merger, problemi legati all'acquisition financing e così via.

Un primo esempio di deal che non ha avuto successo e non ha portato la bidder a raggiungere gli obiettivi prefissati è sicuramente quello tra Microsoft e Nokia. Infatti, la strategia di Microsoft era quella di acquisire una società consolidata nel mondo del mobile così da poter fare concorrenza ai propri competitor Apple e Samsung nel segmento smartphone che sempre più cresceva, essendo la bidder molto indietro nello sviluppo delle relative tecnologie.

I motivi per cui tale deal non portò Microsoft ad essere competitiva in tale segmento furono diversi:

- Strategia debole e frettolosamente implementata: Microsoft cercò di acquisire Nokia nel più breve tempo possibile perché era molto indietro rispetto ai principali competitor del segmento. Quindi, la strategia era quella di attaccare Apple e Samsung nel più breve tempo possibile e ottenere una buona quota di mercato. Ma tale fretta portò il management di Microsoft a fare le cose male, tant'è che non riuscì a sfruttare nemmeno le sinergie di cui avrebbero potuto usufruire, concentrandosi su una innovazione di breve periodo orientata solo a rosicchiare quote di mercato a due big tech che investivano secondo una strategia ben chiara e orientata al futuro;
- Integrazione delle diverse culture aziendale non realizzata: Microsoft, società americana, con l'acquisizione portò con sé anche tutti i dipendenti di Nokia, società finlandese. Le due culture, aziendali e geografiche, erano ben diverse e il management nulla fece per farle amalgamare. Infatti,

Nokia subì la decisioni strategiche di Microsoft senza che il management di quest'ultima condividesse la strategia e gli obiettivi con la società appena acquisita;

- Prezzo eccessivamente elevato: Nokia è stata per anni leader del mercato mobile, ma ormai non presentava più i rendimenti del passato a causa della presenza del nuovo segmento smartphone in cui sostanzialmente non era presente. Nonostante ciò, era comunque una multinazionale di grandi dimensioni e la presenza di sinergie valutate da Microsoft, poi non realizzate e non sfruttate, fecero aumentare il prezzo dell'offerta e lo portarono ad un livello eccessivamente elevato se poi considerato che il deal fu un fallimento.

Passando dal settore del mobile a quello dell'automotive, il più grande deal che si rivelò poi un fallimento fu sicuramente quello tra Daimler-Benz, casa automobilistica tedesca produttrice di automobili di fascia alta e trucks, e Chrysler, americana che produceva automobili di fascia media. Queste erano due società totalmente diverse sotto il profilo culturale e organizzativo. Nonostante ciò, le due case automobilistiche videro la merger come un'occasione per sfruttare una i punti di forza dell'altra e affrontare le sfide con cui il settore dell'automotive stava per interfacciarsi. Inoltre, le due volevano entrare una nel mercato geografico dell'altra.

Il problema principale era appunto la totale differenza culturale e organizzativa delle due società: Daimler era una società tedesca molto organizzata con all'interno delle gerarchie ben definite e con dei processi burocratizzati e condivisi. Dal canto suo, Chrysler era sicuramente più efficiente della prima, ma era meno organizzata e i processi erano guidati più dall'esperienza che da una visione strategica e condivisa.

Inoltre, la merger voluta dalle due case automobilistiche doveva consistere in una sorta di fusione tra pari, ovvero le due avrebbero dovuto guidare insieme la nuova azienda secondo un percorso strategico condiviso. Sulla base di tale volontà, l'obiettivo della nuova società post merger, denominata DaimlerChrysler, era quindi quello di far sposare le due culture aziendali seppur diverse, senza che una prendesse il sopravvento sull'altra. La conseguenza di tale scelta fu un'enorme confusione intorno al branding da parte dei consumatori, dato che non capivano se l'azienda post merger fosse una casa automobilistica americana o tedesca.

A causa però delle lampanti diversità culturali e organizzative, la post merger integration non ebbe mai successo, portando a rivalità interne tra il management tedesco e quello americano, fino ad arrivare ad un certo punto al controllo manageriale da parte dei tedeschi anche della divisione Chrysler.

Dato il fallimento causato dallo scontro culturale e da un processo di integrazione non realizzato, la società post merger non riuscì nemmeno a sfruttare le sinergie che aveva previsto di realizzare, così da poter diventare il primo gruppo automobilistico al mondo.

Tale situazione, che si tradusse in un calo considerevole dello share price e in performance poco soddisfacenti, portò alla vendita di Chrysler e all'ennesimo fallimento di un'operazione di M&A.

2.3.3 Analisi delle performance post merger: il caso EssilorLuxottica SA

L'ultima sezione di questo capitolo propone di effettuare l'analisi delle performance post merger del gruppo EssilorLuxottica. Questa è una società nata nel 2018 dall'integrazione verticale tra Essilor, società francese specializzata nella produzione di lenti oftalmiche, e Luxottica, società italiana di produzione e vendita di famosi marchi di occhiali da vista e da sole come Ray-Ban e Persol. Quindi, grazie all'integrazione, EssilorLuxottica si occupa della progettazione e produzione di tutta la componentistica dell'occhiale, lenti e montatura, oltre che della relativa distribuzione e promozione in tutto il mondo.

Si è trattata sostanzialmente di una merger tra pari, creando un gruppo dal valore di circa 49 miliardi di euro ai tempi del deal.

Le motivazioni strategiche che hanno portato le due società a realizzare l'operazione sono diverse. Innanzitutto, come già detto, la complementarità tra le due società, specializzate in punti diversi della medesima value chain, grazie alla quale hanno potuto sfruttare una i punti di forza dell'altra per incrementare la qualità dei prodotti, utilizzare meglio la rete di distribuzione nei mercati maturi ed emergenti oltre che nell'e-commerce, incrementare gli investimenti in innovazione per sviluppare nuovi prodotti e migliorare quelli già in commercio e così via.

Dal punto di vista finanziario, investitori e management delle due società si aspettavano di raggiungere una maggiore solidità finanziaria così da poter investire ancor di più nella crescita e nell'innovazione e ottenere rendimenti più elevati.

Ovviamente, dall'integrazione le due società si aspettavano anche delle sinergie operative di ricavo e di costo, con un miglioramento consistente del margine operativo di 600-700 milioni di euro l'anno.

In tal senso, era prevista una riduzione dei costi di circa 400 milioni di euro l'anno grazie alla razionalizzazione dei costi di produzione, di marketing e di distribuzione derivante dall'integrazione. Inoltre, si prevedeva un incremento delle vendite di 200-300 milioni di euro l'anno grazie alla maggiore offerta di prodotti e servizi integrati, nonché un aumento del fatturato di 100-200 milioni di euro grazie allo sviluppo di nuovi prodotti derivante dalla combinazione delle competenze tecniche e in ambito R&D delle due società integrate.

Detto ciò, prima di passare all'analisi delle performance vi sono delle premesse da fare: la fusione tra Essilor e Luxottica è stata completata il 1° ottobre del 2018. Per effettuare l'analisi è stato preso in considerazione anche tale esercizio utilizzando il relativo financial statement pro forma, ovvero il bilancio redatto come se l'operazione fosse stata conclusa all'inizio dell'esercizio. Inoltre, solitamente, per un'analisi delle performance si prendono come riferimento tre esercizi, ma in tal caso ne sono stati presi in considerazione quattro data la presenza del 2020 quale annualità fortemente influenzata dalla pandemia da Covid-19 che inevitabilmente sporca un po' l'analisi. Infatti, la pandemia ha impattato anche il settore dell'occhialeria e, quindi, il gruppo oggetto di studio.

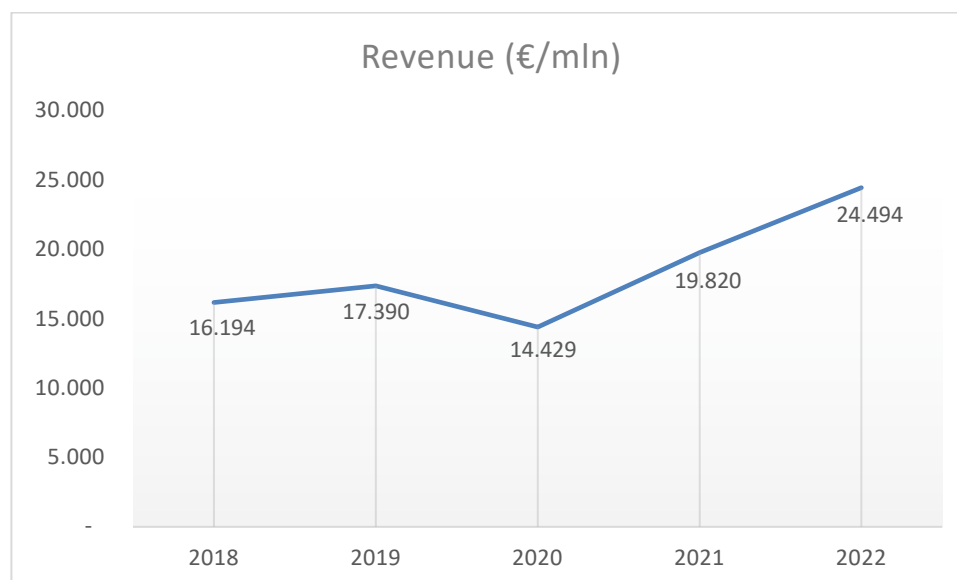
L'income statement²³ degli esercizi oggetto di analisi è il seguente:

INCOME STATEMENT

€ millions	Merger		Covid-19		
	2018 Pro forma	2019	2020	2021	2022
Revenue	16.194	17.390	14.429	19.820	24.494
Cost of sales	(5.985)	(6.503)	(5.953)	(7.589)	(8.910)
GROSS PROFIT	10.209	10.887	8.476	12.231	15.584
R&D	(275)	(291)	(544)	(579)	(600)
Selling	(4.308)	(4.595)	(4.320)	(5.700)	(7.741)
Royalties	(163)	(168)	(134)	(174)	(219)
Advertising and marketing	(1.115)	(1.236)	(1.149)	(1.534)	(1.811)
General and administrative	(1.719)	(1.777)	(1.867)	(1.982)	(2.116)
Other income/(expenses)	(11)	(8)	(10)	64	61
Total operating expenses	(7.591)	(8.075)	(8.024)	(9.905)	(12.426)
OPERATING PROFIT	2.618	2.812	452	2.326	3.158
Cost of net debt	(149)	(115)	(119)	(111)	(131)
Other financial income/(expenses)	(11)	(24)	(22)	(19)	-
Share of profits of associates	-	(2)	1	3	6
PROFIT BEFORE TAXES	2.458	2.671	312	2.199	3.033
Income taxes	(593)	(618)	(164)	(587)	(751)
NET PROFIT	1.865	2.053	148	1.612	2.282

Come si può osservare già da una prima visione del profit and loss, le sinergie sperate dalle due società sono state realizzate e sfruttate con successo già dall'esercizio successivo a quello della merger, superando anche le aspettative.

Infatti, dal seguente grafico è possibile osservare l'andamento del fatturato:

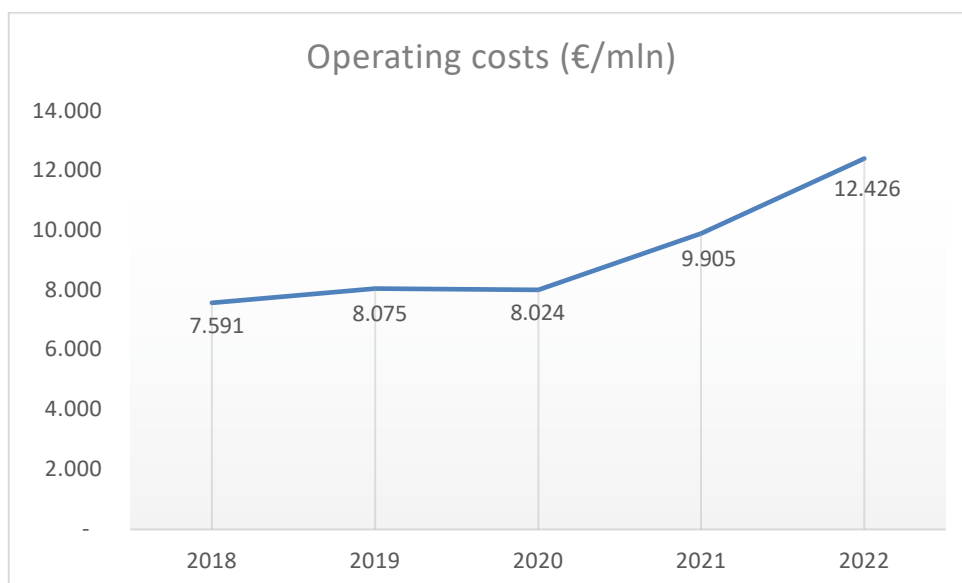


Ad eccezione del 2020 in cui il fatturato subisce una lieve flessione a causa della pandemia di circa -17% rispetto al 2019, si può vedere come i ricavi risultino sempre in crescita, arrivando a circa 24,5 miliardi di

²³ Elaborazione propria sulla base dei dati contenuti negli annual report di EssilorLuxottica.

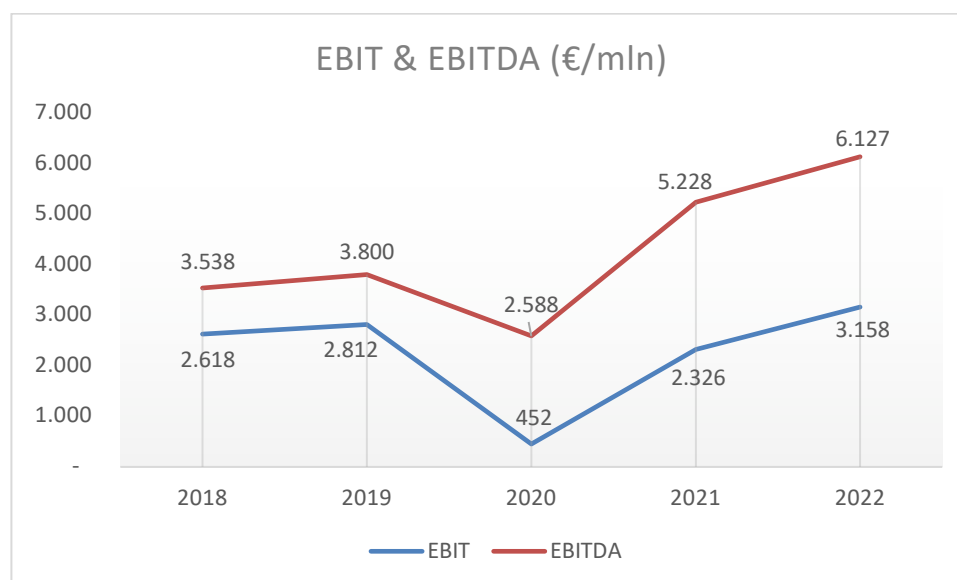
euro nel 2022, quasi 10 miliardi di fatturato in più rispetto a quando le società si sono fuse, con aumento di più del 51% dal 2018 al 2022.

Anche i costi operativi, come costo del venduto, costi SG&A, costi in R&D e così via, hanno subito un aumento a seguito dell'operazione:



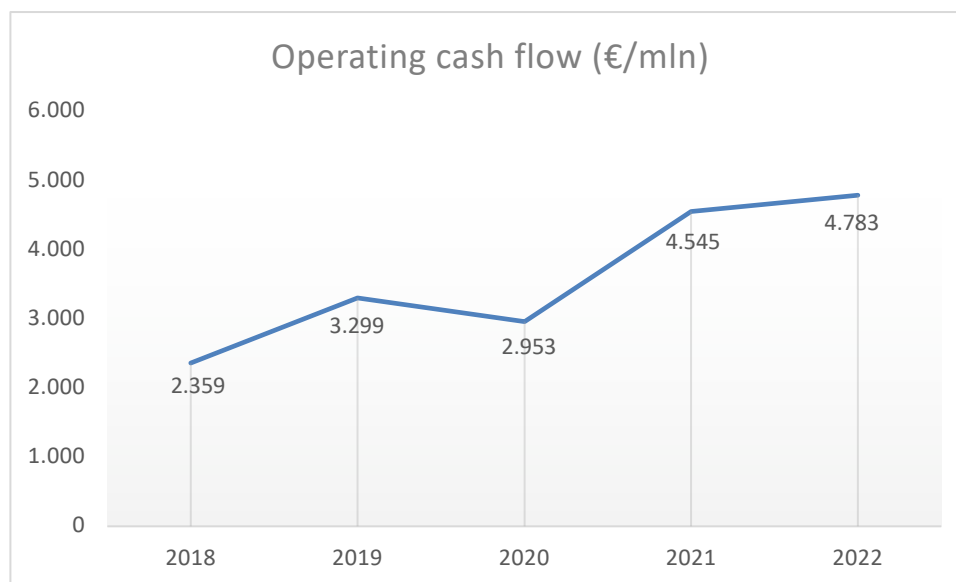
Ciò è stato frutto innanzitutto di alcune difficoltà iniziali nel processo di post merger integration, dovute a scontri all'interno del board e tra gli shareholder delle due società fuse. Nonostante ciò, l'integrazione si è poi conclusa efficacemente portando, come già visto, allo sfruttamento delle sinergie di ricavo previste. I costi, invece, come detto, risultano essere aumentati: ciò soprattutto a causa del notevole incremento del fatturato e dell'attività del gruppo che hanno fatto inevitabilmente lievitare anche i costi operativi. Infatti, le voci di costi che relativamente si sono viste incrementate maggiormente rispetto alle altre sono sicuramente i costi di ricerca e sviluppo e quelli di vendita.

Per quanto riguarda i margini, il grafico successivo riassume l'andamento dell'EBIT e dell'EBITDA:



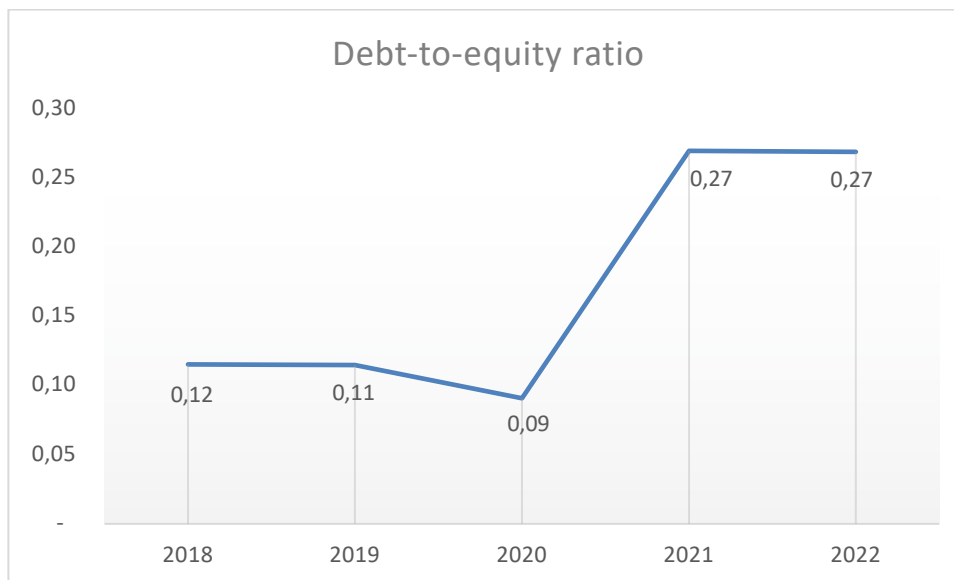
Anche i margini aumentano in ogni esercizio ad eccezione del 2020, grazie, come visto, ad un forte aumento del fatturato, nonostante un aumento molto contenuto dei costi.

L'aumento del fatturato e dell'EBITDA, quale proxy delle cassa, sono già indicatori di una gestione operativa e di un core business che riescono a generare cassa sufficiente per finanziare l'attività di investimento:

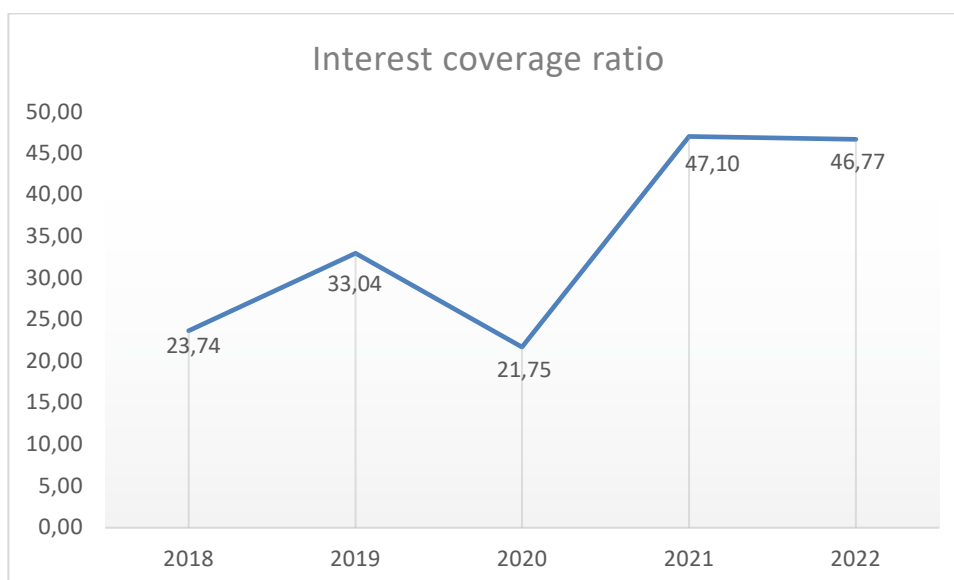


Infatti, come di può osservare, la generazione di cassa dalle attività operative raddoppia nel periodo di analisi. Ciò ha permesso a EssilorLuxottica di investire più di 10 miliardi di euro nel periodo osservato con un contributo dell'attività di finanziamento molto contenuto, permettendo di tenere sotto controllo l'indebitamento netto e consentendo la società di pagare anche dividendi.

Ciò lo si può vedere anche dal debt-to-equity ratio, il quale, nonostante ha subito un incremento a seguito della pandemia, si è tenuto sempre abbondantemente al di sotto dell'unità, evidenziando come EssilorLuxottica sia un gruppo molto patrimonializzato e autonomo dal punto di vista finanziario:

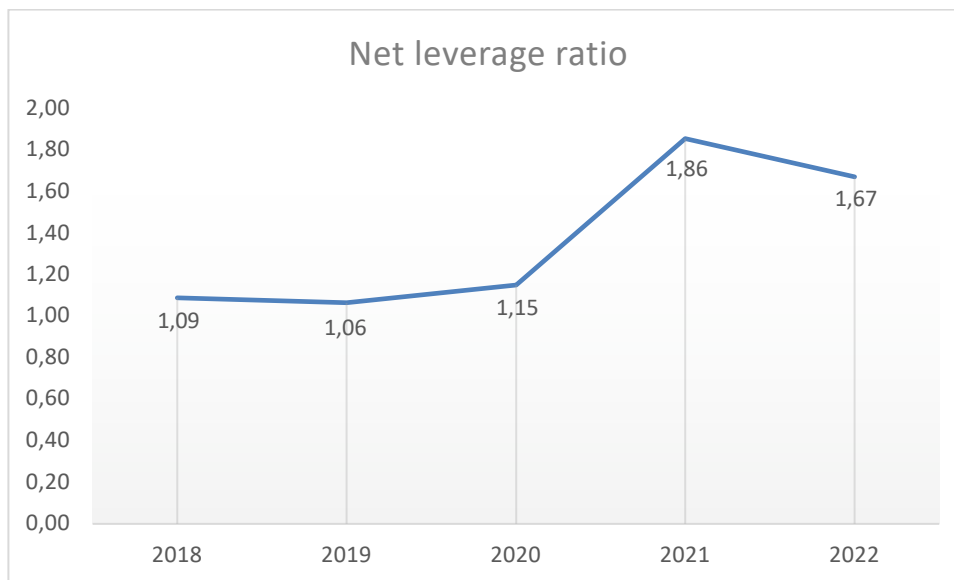


La solidità finanziaria del gruppo la si può vedere anche da altri indicatori:



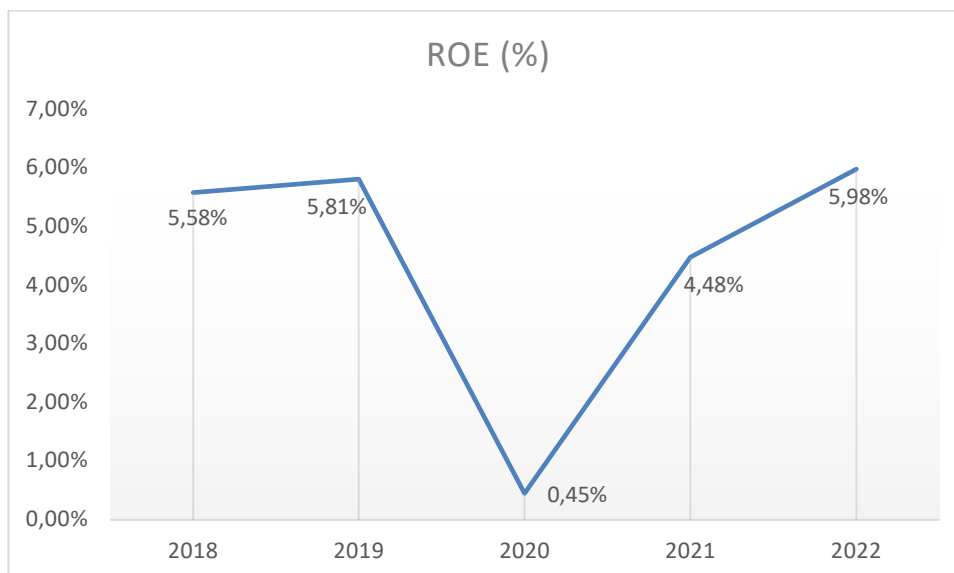
Ad esempio, l'interest coverage ratio è un indice che si può calcolare rapportando l'EBITDA e il costo del debito ed indica se tale margine, che, come detto già altre volte, rappresenta una proxy della cassa, riesce a pagare gli interessi derivanti dal debito finanziario. Dal grafico è possibile vedere come il gruppo abbia sempre una cassa più che sufficiente per pagare gli oneri finanziari, con un ICR più che raddoppiato dal 2020 al 2022.

Un altro indicatore interessante che evidenzia la sostenibilità del debito finanziario o meno è il net leverage ratio, ovvero quello che rapporta la net financial position e l'EBITDA:

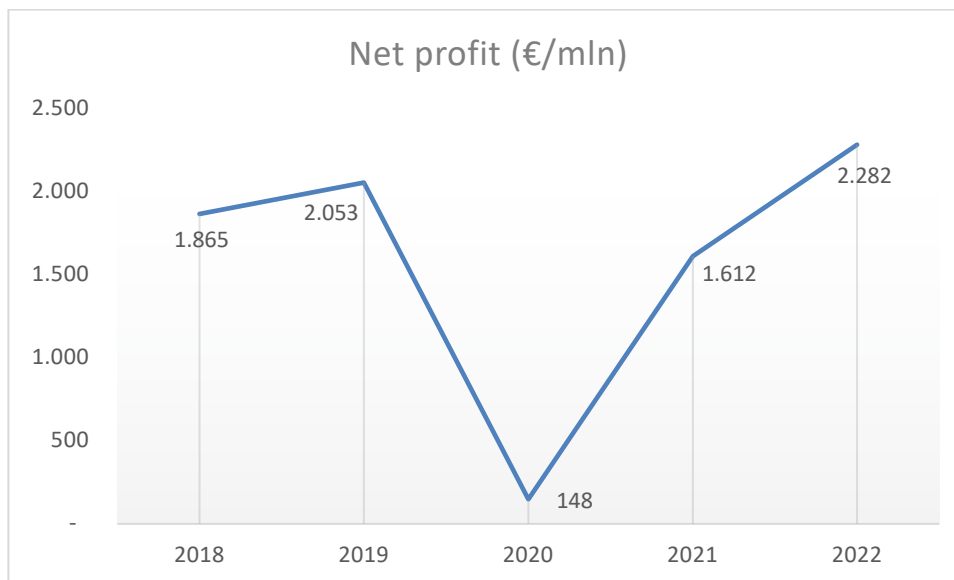


In un certo senso, tale indicatore esprime il numero di anni in cui la cassa generata riuscirebbe a pagare il debito finanziario. È auspicabile che tale indice non superi il 3,5x: ad eccezione di una risalita a seguito del 2020 dovuta dalla pandemia alla quale è correlata una minore generazione di cassa e un maggior debito finanziario, tale indice si tiene sempre al di sotto del benchmark, evidenziando ancora una volta la solidità finanziaria del gruppo.

Passando all'analisi della performance economica, il grafico che segue evidenzia l'andamento del ROE:

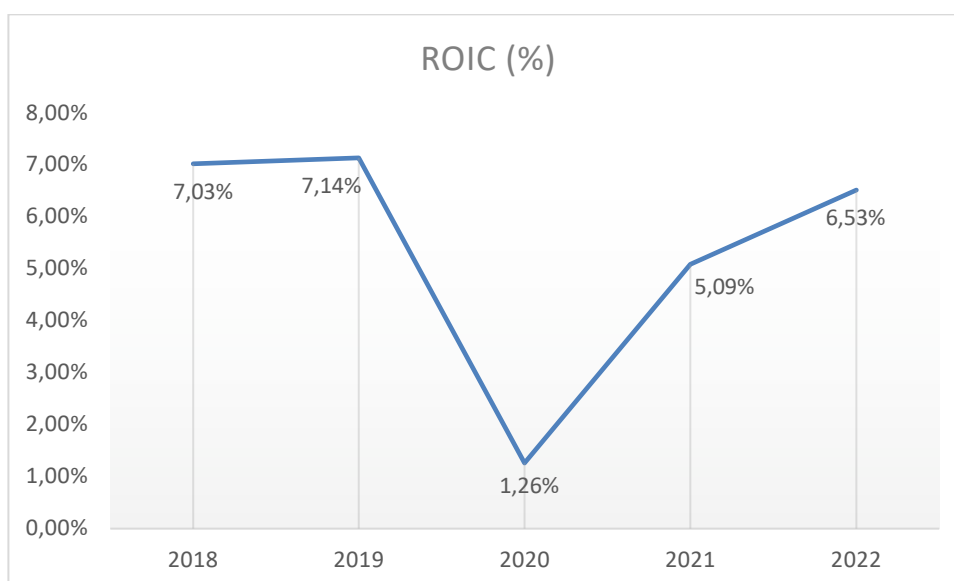


Il ROE ha ovviamente subito una drastica caduta nel 2020 a causa della pandemia, anno nel quale la società ha registrato un reddito netto molto basso, dopo il quale è ritornato nel 2022 ai livelli pre pandemia. Il livello del ROE potrebbe sembrare basso nonostante, ad esempio, nel 2022 l'utile raggiunga quasi i 3 miliardi di euro:

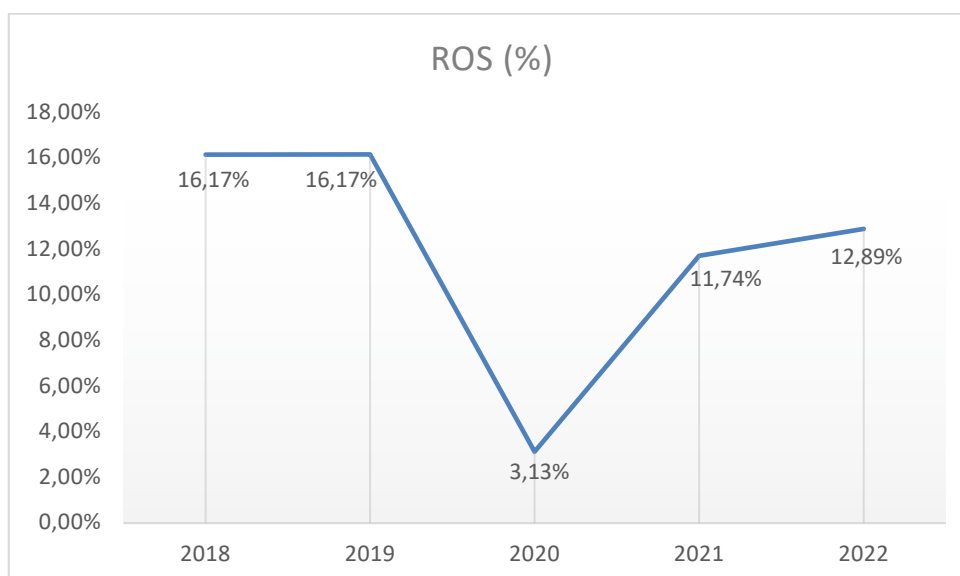


Tale livello basso del rendimento dell'equity è dovuto alla presenza di una consistente riserva da sovrapprezzo azioni che in ogni esercizio del periodo oggetto di analisi è sempre al di sopra dei 20 miliardi di euro: si tratta del sovrapprezzo pagato dagli investitori di Essilor e di Luxottica anni prima della merger, dato che queste si finanziavano molto spesso tramite l'emissione di azioni a prezzi più elevati del loro valore nominale. In ogni caso, la riserva sovrapprezzo azioni contribuisce rendere il gruppo molto patrimonializzato ma, proprio per tale motivo, tende a ridurre il ROE: ciò non è un problema dato che è anche la presenza di tale riserva a contribuire alla crescita del gruppo tramite investimenti che non necessitano di debito per essere finanziati.

Per quanto riguarda l'andamento del ritorno del capital investito, questo è sostanzialmente simile a quello del ROE:



La caduta del ROIC nel 2020 è dovuta soprattutto al calo della marginalità delle vendite. Ciò lo si può vedere dal grafico che riassume l'andamento del ROS:



Invece, il Capital turnover quale indice di efficacia delle vendite e della gestione del capitale ha tenuto bene durante la pandemia ed è cresciuto negli anni successivi:



Quindi, per concludere, è evidente come la pandemia abbia colpito anche un gruppo così solido come EssilorLuxottica. Nonostante ciò, si può dire che la merger abbia portato a ottimi risultati a livello di performance per il gruppo, date le sinergie di ricavo più che sfruttate e nonostante delle sinergie di costo non pienamente realizzate: ciò, come detto, è legato alla enorme crescita dell'attività che ha fatto inevitabilmente lievitare determinate voci di costo e agli iniziali problemi di integrazione che caratterizzano la maggior parte delle fusioni.

In ogni caso, l'aumento del fatturato, dei margini, della generazione di cassa e l'elevata solidità finanziaria del gruppo non possono che far ottenere un giudizio positivo alla performance post merger di EssilorLuxottica.

Un aspetto da migliorare, invece, sono sicuramente i ritorni per gli investitori: in tal senso, è necessario che il gruppo cerchi di realizzare, come detto, anche le sinergie di costo così da far incrementare ancora di più i margini e che cominci ad utilizzare di più anche la leva dell'indebitamento: infatti, la solidità finanziaria e il basso rischio finanziario potrebbero consentire al gruppo di utilizzare l'effetto positivo della leva finanziaria per migliorare la performance e il rendimento dell'equity che risulta essere un po' schiacciato, come detto, dall'elevata consistenza delle riserve. Anche per tale motivo l'utilizzo dell'indebitamento potrebbe contribuire a una riduzione dell'elevatissima patrimonializzazione del gruppo che, come detto, potrebbe utilizzare il debito finanziario per aumentare i propri rendimenti.

Grazie a tale capitolo è stato possibile comprendere quali sono i fattori critici di un'operazione di M&A che influenzano le performance di bidder e target a seguito della medesima.

Come si è visto, l'integrazione a seguito dell'operazione e la corretta realizzazione e sfruttamento delle sinergie sono gli aspetti essenziali affinché un'operazione di finanza straordinaria possa avere successo e portare a un miglioramento delle performance e a una maggiore generazione di valore, quali obiettivi primari ed essenziali di ogni operazione di finanza straordinaria.

CAPITOLO 3. GLI INVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY E GLI EFFETTI SULLE PERFORMANCE

Nel capitolo precedente si è parlato delle operazioni di M&A e degli obiettivi che attraverso queste gli investitori vogliono perseguire. Si è detto che tali obiettivi dipendono, tra le altre cose, dalla logica che caratterizza la tipologia di investitore, industriale o finanziario. Saranno proprio le caratteristiche dell'investitore finanziario, la sua particolare organizzazione, la modalità di raccolta dei fondi, la logica con la quale investe, i suoi obiettivi di investimento e gli effetti di tali investimenti sulle performance delle target ad essere oggetto di studio del terzo capitolo.

3.1 I fondi di private equity

Quando si parla del mercato dei private equity ci si riferisce a tutti quei fondi che raccolgono capitali sollecitando grandi investitori con il fine di effettuare investimenti in posizioni equity in varie società target. Una società di private equity, quindi, raccoglie capitali per costruire in genere più fondi: gli investitori potranno poi sottoscrivere una partecipazione in uno o più fondi della società di private equity e ottenere un rendimento, al netto ovviamente di eventuali commissioni.

Le due criticità più importanti legate ai fondi di private equity sono sicuramente il reperimento di mezzi finanziari presso gli investitori e la selezione di target che possano fornire al fondo un rendimento soddisfacente.

3.1.1 Struttura, organizzazione e remunerazione

Solitamente i fondi di private equity, gestiti da società di private equity che presentano in Italia la forma giuridica della SGR²⁴, vengono costituiti sotto forma di SAPA²⁵, nella cui compagine sociale vi sono due categorie diverse di soci: gli accomandatari, che gestiscono la società e rispondono in solido e con responsabilità patrimoniale illimitata alle obbligazioni della società, e gli accomandanti, i quali non possono essere amministratori della società e per tale motivo rispondono alle obbligazioni della società limitatamente a quanto apportato.

In tal senso, i fondi presentano solitamente un general partner, ovvero un socio accomandatario che è rinvenibile nella figura della società di private equity, e un numero variabile di investitori, solitamente tra i venti e i quaranta, sotto la forma di limited partner, ovvero di soci accomandanti. I limited partner sono comunemente fondi pensione statali, grandi compagnie di assicurazione, fondi sovrani, intermediari finanziari e altri grandi investitori.

²⁴ Società di Gestione del Risparmio.

²⁵ Società in Accomandita Per Azioni.

Quindi la gestione del fondo è in mano al general partner, mentre i limited partner sottoscrivono quote del fondo apportando capitale senza però intervenire nella gestione.

Una volta che i limited partner hanno investito nel fondo, solitamente il general partner trattiene i capitali per un determinato periodo di tempo denominato investment period, il quale varia a seconda dell'orizzonte temporale di investimento del fondo. In genere, l'investment period va dai sette ai dieci anni per un fondo di private equity, proprio per garantire la stabilità degli asset, mentre vi sono fondi che agiscono in maniera più speculativa come gli hedge fund che hanno un investment period più breve e, quindi, trattengono i capitali degli investitori per un periodo di tempo più limitato. Per tale motivo, i fondi di private equity sono fondi chiusi, dato che gli investitori non possono vedersi restituire i capitali investiti quando vogliono ma devono aspettare scadenze predeterminate, anche se per le partecipazioni ai fondi si è sviluppato negli ultimi decenni un mercato secondario. Ovviamente, con il trasferimento della partecipazione al fondo ad un terzo, per il quale serve l'approvazione del general partner, vengono trasferiti anche tutti gli impegni a versare ulteriore capitale qualora previsti dagli accordi con i general partner, nonché il diritto a ricevere i profitti previsti.

In ogni caso, data tale caratteristica dei fondi di private equity, il rischio principale per gli investitori è il rischio di liquidità.

Per quanto riguarda la remunerazione dei partner, solitamente i general partner ottengono una remunerazione fissa indipendentemente dalla performance del fondo e poi una remunerazione variabile in relazione a tale performance. La remunerazione fissa del general partner è detta management fee ed è pagata grazie al capitale impegnato dai limited partner e la ratio del suo pagamento è legato alla gestione del fondo. La management fee può essere fissa per tutta la durata del fondo oppure può essere decrescente nel corso del tempo come più spesso accade.

Tale commissione viene calcolata moltiplicando una determinata percentuale ad una opportuna base di calcolo, la quale può essere il capitale impegnato, il quale è pari ai capitali di investimento raccolti dai limited partner ai quali si aggiungono delle lifetime fee, ovvero delle commissioni che questi pagano durante tutto l'investment period per aumentare l'entità del capitale.

Come detto, oltre a tali management fee fisse, i general partner ottengono una remunerazione variabile che dipende dalla performance del fondo. La principale fonte di remunerazione variabile è il cosiddetto carried interest, il quale è finanziato dai guadagni sulle transazioni condotte dai general partner. In media, un carried interest è ritenuto soddisfacente da un private equity quando questo è almeno del 20%.

Solitamente, il general partner riceve tale carried interest solo dopo aver pagato un cosiddetto hurdle rate ai limited partner, il quale è un tasso soglia applicato al capitale impegnato. Quindi, a seguito dell'exit strategy, i limited partner avranno indietro i capitali che hanno investito nel fondo e otterranno un guadagno calcolato in base a tale hurdle rate. La restante parte di proventi non ripartiti tra i limited partner sarà ovviamente nelle mani del general partner.

Quindi, il general partner ottiene il proprio carried interest solo dopo che i limited partner hanno avuto indietro ciò che hanno investito e un guadagno. Tuttavia, il general partner può prendere dal fondo dei profitti in via anticipata e se a seguito dell'exit strategy gli investitori non riescono ad ottenere l'hurdle rate fissato dagli accordi, se sono previste clausole di clawback allora il general partner dovrà restituire tutti i profitti percepiti in via anticipata.

Le altre commissioni che formano il reddito variabile di un general partner sono le monitoring fee e le transaction fee, le quali vengono calcolate moltiplicando un determinato multiplo a una misura finanziaria dell'impresa, come ad esempio l'EBITDA, nella quale è stata acquisita una posizione equity.

Come detto, i fondi di private equity puntano ad un carried interest quantomeno del 20%: per ottenere un rendimento del genere devono cercare di pagare il prezzo più basso possibile per acquisire la target, finanziare l'acquisto con la leva finanziaria più elevata possibile, migliorare i margini come EBITDA intervenendo sul management e sulle attività operative, cercare di aumentare il cash flow e operare per un'espansione del multiplo, come EV/EBITDA, cercando di far aumentare il valore dell'impresa.

3.1.2 Scelta delle target

Quando un fondo di private equity deve scegliere in quale o quali target investire il capitale raccolto presso gli investitori, deve tenere a mente diverse caratteristiche che queste devono presentare affinché general partner e limited partner possano ottenere dei rendimenti soddisfacenti e si possa arrivare ad una exit strategy senza intoppi.

Innanzitutto, la target deve essere un'impresa generatrice di elevata cassa in grado di pagare gli interessi su un cospicuo ammontare di debito e per ridurre nel tempo il debito stesso. Infatti, come si vedrà più avanti, i private equity utilizzano soprattutto debito per finanziare il prezzo di acquisizione delle target che scelgono. Proprio per tale debito elevato che viene poi immesso nella target, sarebbe preferibile che questa non abbia una leva finanziaria già eccessivamente alta, abbia una gestione efficiente del debito e degli asset che possano fungere da garanzia per un eventuale senior debt.

È preferibile poi che la target non si trovi in una fase di investimento massiccio, dato che le capital expenditures²⁶ consumano cassa, almeno nel breve periodo. Infatti, i fondi preferiscono società che riescono ad investire senza consumare anche quella cassa necessaria per pagare gli interessi, diminuire il debito finanziario e distribuire dividendi. È proprio questo il motivo per cui le società di private equity si tengono lontane da tutti quei settori capital intensive.

Inoltre, per determinate target, affinché si arrivi a una maggiore generazione di cassa, potrebbe essere necessario dismettere determinati asset che sono inutilizzati o mal gestiti dal management.

Invece, è fondamentale che tutti quegli asset considerati core per la target non vengano dismessi e possano essere utilizzati al meglio dal fondo di private equity per poter incrementare la generazione di cassa. Questi

²⁶ Spese in conto capitale.

possono essere sia tangibile che intangibile e potrebbero avere dei potenziali di crescita non ancora sfruttati dal management.

Infine, come si vedrà in uno dei paragrafi successivi, è fondamentale che vi sia un management competente, attento e motivato nel gestire la target. Infatti, con l'elevato debito che vi può essere a seguito dell'investimento del fondo, adottare scelte manageriale sbagliate non può essere un'opzione. Per tale motivo, se la società di private equity ritiene che il management già presente nella target prima dell'acquisizione non sia adeguatamente preparato per affrontare le sfide che attendono una società che vuole intraprendere un percorso di crescita, questa può anche intervenire nella governance della target attuando dei cambiamenti al board.

Nella scelta della target risulta fondamentale l'internal rate of return, ovvero il rendimento, che il fondo di private equity ottiene dall'investimento. Per calcolarlo è necessario determinare l'ammontare di equity che finanzia il prezzo di acquisizione, i dividendi che il fondo prevede di percepire dalla target durante l'investment period, l'equity value della target al momento dell'attuazione dell'exit strategy e la durata dell'investment period. Infatti, l'internal rate of return è quel tasso di rendimento che soddisfa la seguente equazione²⁷:

$$E_t = \left[E_0 \times (1 + r_{IRR})^{\frac{td}{365}} \right] + \sum_{i=1}^I \left[D_i \times (1 + r_{IRR})^{\frac{ti}{365}} \right]$$

dove E_t è l'equity value della target al momento della way out, E_0 è l'investimento in equity effettuato dal fondo, r_{IRR} è l'internal rate of return annualizzato, td è il numero di giorni dell'investment period, D_i sono i dividendi e gli altri cash flow percepiti dal fondo durante l'investment period (con $i=1, 2, \dots, I$) e ti è il numero di giorni dal giorno in cui il fondo ha percepito il primo cash-in fino all'ultimo giorno dell'investment period.

Come detto, il tasso di rendimento interno che soddisfa l'equazione è annualizzato. Una volta determinato tale rendimento, è possibile calcolare l'IRR non annualizzato con la seguente formula:

$$R_{IRR} = \left[(1 + r_{IRR})^{\frac{td}{365}} \right] - 1$$

Solitamente si calcola un range di prezzi di acquisto così da vedere i diversi ammontari di equity richiesti per ogni prezzo all'interno del range, anche se nella determinazione di questo, come si vedrà in seguito, bisogna considerare la capacità massima di debito che la target può assorbire.

Quindi, la combinazione di equity, cash flow attesi ed equity value al momento dell'exit strategy deve creare un internal rate of return accettabile per il fondo quale sponsor finanziario dell'investimento. Se il rendimento è inferiore ad un livello minimo considerato accettabile, allora il fondo dovrà cercare di far abbassare il prezzo di acquisto così da far ridurre l'investimento in equity. Oppure, può cercare, a parità di

²⁷ Guidance Statement on Private Equity, 2012 - CFA Institute

prezzo, di aumentare la leva finanziaria, a condizione che il livello di debito sia poi considerato accettabile e non aumenti eccessivamente il rischio finanziario.

In sostanza, si tratta di un processo iterativo che deve portare al calcolo di un rendimento soddisfacente per il fondo, considerando anche il rischio dell'investimento stesso: infatti, investimenti più rischiosi richiederanno rendimenti più alti, viceversa investimenti più sicuri richiederanno rendimenti più bassi.

Quindi, parametri fondamentali per la valutazione di una target potenziale per un fondo di private equity sono il rendimento, il rischio associato all'investimento e i tempi per attuare la way out.

A volte, un fondo è disposto ad accettare una riduzione del rendimento del proprio investimento se aumentando l'investment period riesce ad aumentare il multiplo dell'investimento e, quindi, il relativo profitto.

3.1.2 Modalità di raccolta dei capitali e investimento

Il fundraising, ovvero il processo di raccolta dei capitali presso gli investitori da parte dei fondi di private equity, si struttura nelle seguenti fasi:

1. Identificazione del comparto/settore target: i fondi di private equity solitamente operano per comparti, ovvero ci sono fondi che investono solo nelle seeds company, in start-up, in società mature, in società che necessitano di operazioni di turnaround o restructuring e così via, o per settori, ovvero molti fondi investono solo in un determinato settore o in un limitato numero di settori, selezionati a seguito di un'attenta valutazione del rischio dei medesimi, dato che cercano di acquisire nel tempo specifiche competenze e conoscenze. I settori nei quali i fondi di private equity investono maggiormente sono quelli del fashion, del food and beverage e dell'energy efficiency;
2. Preparazione e distribuzione del materiale di marketing: il management del fondo redige il cosiddetto placement memorandum con il quale vengono sintetizzate le performance passate del fondo, quali sono gli obiettivi che si vogliono raggiungere con le target da acquisire e le motivazioni per cui i potenziali sottoscrittori dovrebbero preferire tale fondo rispetto ad un altro concorrente. In tal senso, il placement memorandum contiene anche i termini e le condizioni del futuro agreement tra general e limited partner, quali, ad esempio, il capitale impegnato target, l'investment period, dimensione minima delle quote di partecipazione, politica di investimento, distribuzione dei profitti e ripartizione dei costi tra i partner, ammontare della management fee e delle altre commissioni, modalità di reporting dell'investimento ai sottoscrittori e così via.
3. Incontri con i potenziali investitori: il placement agent del fondo tiene i primi contatti con i potenziali sottoscrittori al fine di ottenere degli impegni di sottoscrizione;
4. Preparazione della documentazione legale: viene preparato l'agreement finale tra i futuri partner del fondo, il quale contiene tutte le regole che disciplinano i rapporti interni tra essi nonché le caratteristiche del fondo medesimo;

5. Closing: gli investitori sottoscrivono le quote del fondo, impegnandosi in seguito a versare la propria quota.

Una volta raccolta la disponibilità a versare, il richiamo degli impegni dei sottoscrittori viene effettuato solo nel momento in cui viene individuata una società target.

Solitamente, il taglio minimo di investimento per ogni sottoscrittore è di almeno 250mila euro, comprendendo come i soggetti coinvolti siano solo investitori di grandi dimensioni.

In realtà, grazie alle innovazioni fintech, i fondi possono raccogliere capitali anche da soggetti che non sono high net-worth individuals, ovvero soggetti con ingenti capitali da investire. Infatti, esistono diverse piattaforme informatiche che permettono la parcellizzazione della sottoscrizione a un fondo di private equity e tale meccanismo di fundraising è chiamato equity crowdfunding.

Generalmente, i fondi di private equity non investono più del 10% del capitale raccolto in una sola società target, così da poter diversificare il rischio. Ciò implica che non sempre un fondo può acquisire il 100% di una società, dato che l'esborso necessario per acquisire la totalità del capitale azionario potrebbe essere al di sopra del 10% del capitale che il fondo ha a disposizione per investire.

Per ovviare a tale problema, i fondi di private equity possono utilizzare i cosiddetti club deal oppure utilizzare debito per finanziare la restante parte dell'esborso.

I club deal consentono ai fondi di private equity di unire le forze e acquisire in combinazione il controllo di una determinata target quando le regole di diversificazione di un fondo non lo permettono. Inoltre, tali combinazioni consentono ai fondi di private equity di aumentare il proprio potere contrattuale nei confronti della target, permettendo così a questi di concludere i deal pagando prezzi più bassi agli shareholder e aumentare il rendimento.

Solitamente, i club deal prevedono l'unione delle forze dai due ai cinque fondi di private equity, i quali, quindi, condividono la ripartizione del rischio, le competenze, i rapporti con gli altri finanziatori e così via.

Si tratta però di un'opzione sempre meno utilizzata, dato che tali combinazioni necessitano di accordi tra i fondi riguardo la scelta della target, la quota da acquistare, la gestione della società, l'exit strategy da attuare e così via.

L'alternativa, come detto, è quella di utilizzare debito per finanziare la restante parte dell'esborso ed è proprio questa la modalità più utilizzata dai fondi di private equity, i quali utilizzano nella maggior parte dei casi la tecnica del leveraged buyout, tramite la quale una newco controllata dal fondo acquista una target tramite l'utilizzo dei capitali messi a disposizione degli investitori e di un elevato ammontare di debito, il quale sarà immesso nella target tramite una reverse merger.

Solitamente, la leva finanziaria utilizzata dai fondi di private equity è piuttosto elevata, dato che il debito viene utilizzato per finanziare anche il 60-70% del prezzo di acquisto della target. Questo potrebbe essere un senior debt, ovvero debito generalmente fornito dalle banche e risulta essere garantito dagli asset della target, oppure un subordinated debt, il quale invece non è garantito ed è raccolto sul mercato dei capitali.

È proprio la presenza di un debito elevato, come già detto, a richiedere che la target sia generatrice di cassa. Infatti, in fase di analisi e valutazione di una target, il fondo costruisce un forecast dei CFADS²⁸, cercando di prevedere anche eventuali benefici derivanti dall'intervento del private equity nel management e nelle attività operative, in base al quale poi si potrà stimare il massimo livello di debito da poter introdurre nella capital structure, ovvero la cosiddetta debt capacity. In tal senso, bisogna considerare che più elevato sarà il cash flow prospettico a servizio del debito e maggiore può essere il debito finanziario che la target può assumere, data la sua capacità di pagare gli interessi e farlo diminuire nel tempo. Di conseguenza, più alto sarà il debito e minore sarà l'investimento di equity richiesto dal fondo, aumentando potenzialmente il relativo rendimento.

Quindi, una volta determinato il massimo ammontare di debito, il fondo potrà costruire le varie fonti di debito: senior debt, subordinated debt, bond, mezzanine e così via.

In ogni caso, la debt capacity di una target dipende dai rischi associati alla medesima, dal settore in cui opera e dai rischi strutturali.

Inoltre, è possibile effettuare una ricapitalizzazione con leva finanziaria anche tempo dopo il completamento dell'operazione: spesso, tale immissione di debito effettuata solo tempo dopo aver acquisito la target serve per pagare dividendi al fondo di private equity e diminuire ancor di più l'investimento in equity così da aumentare il rendimento. Ovviamente, non bisogna trascurare l'aumento del rischio finanziario connesso al maggior debito.

Un'altra modalità di ridurre l'equity immesso da un fondo di private equity è il cosiddetto stub equity: quando uno shareholder della target è un soggetto pubblico oppure è un investitore che non vuole accettare il prezzo offerto dal fondo perché lo considera troppo basso o ancora è un imprenditore che vuole essere affiancato dai fondi per far acquisire alla società le competenze apportate da questi, si fa rimanere tale shareholder nella compagine sociale, solitamente con una quota non superiore al 30% dell'equity post operazione, permettendo al fondo di ridurre l'investimento in equity necessario. Ovviamente, attraverso lo stub equity, tale shareholder non partecipa al pagamento reciproco di commissioni tra general partner e limited partner. Di converso, può vedere il proprio investimento aumentare di valore qualora l'intervento del fondo di private equity producesse i suoi effetti in termini di crescita della target.

3.1.4 Le strategie per il miglioramento delle performance

Come detto, i fondi di private hanno l'obiettivo di creare valore nelle società in cui investono, intraprendendo dei percorsi di crescita. Sono diverse le strategie che i fondi possono attuare per far crescere una società e queste variano a seconda delle esigenze specifiche della target e delle caratteristiche del settore in cui opera. Le strategie principali possono essere suddivise come segue:

²⁸ Cash Flow Available for Debt Service: si tratta del cash flow che può essere utilizzato per ripagare il debito finanziario.

- Strategie di miglioramento operativo: identificare tutte le inefficienze che caratterizzano i vari business process aziendali per razionalizzare i processi produttivi, ridurre i costi e migliorare i margini; migliorare la gestione e produttività del personale anche tramite corsi di formazione e addestramento volti ad incrementare l'efficienza; diversificare la propria offerta tramite l'ampliamento del portafoglio prodotti, anche tramite investimenti in R&D, ed espandersi su nuovi mercati geografici; valutare operazioni di M&A per sfruttare eventuali sinergie e intraprendere un percorso di crescita più rapido; migliorare l'efficienza lungo la value chain; aumentare la qualità percepita del brand, nonché il suo valore, tramite la spesa in marketing e nel servizio di assistenza post vendita;
- Strategie di governance: il fondo potrebbe portare la società a migliorare la propria corporate governance soprattutto per quanto riguarda quei processi di monitoraggio che in altri modelli di governance sono maggiormente trascurati.

In un certo senso, l'investimento di un fondo di private equity porta ad un sistema di corporate governance alternativo rispetto a quelli tradizionali della public company e dalla family firm. È risaputo che le public company presentano molto spesso problemi di agenzia dovuti all'elevata parcellizzazione dell'azionariato che porta il management ad essere poco controllato dagli shareholder, mentre le family firm, seppur non abbiano tali problemi, risentono della difficoltà di accedere ai capitali per finanziare la propria attività, dato che la principale fonte di finanziamento per questo tipo di imprese sono i corporate loan forniti da banche e intermediari finanziari.

Quindi, il fondo di private equity introduce un nuovo modello di governance che può essere considerato un ibrido tra i due, il quale non ha problemi di agenzia dato che molto spesso è lo stesso fondo lo shareholder di maggioranza che controlla il management e consente alla target un più facile accesso ai capitali data l'esperienza in materia della società di private equity;

- Strategia finanziaria: intraprendendo percorsi volti alla creazione di maggiore valore e quindi cassa, nel tempo la target potrà ottimizzare la propria capital structure grazie a una maggiore capacità di ripagare il proprio debito. L'obiettivo di tale strategia è quello di ridurre il costo del capitale associato all'approvvigionamento di fonti finanziarie.

Si tratta di strategie che ovviamente possono essere implementate da qualsiasi società anche senza essere acquisite da un fondo di private equity. Ma, in quest'ultimo caso, il fondo apporta innanzitutto capitali e soprattutto competenze e conoscenze che spesso le target non hanno per implementare tali strategie orientate alla creazione di valore nel lungo periodo.

Infatti, i fondi con la propria attività contribuiscono alla managerializzazione della target, ovvero trasferiscono le proprie competenze manageriali così da istruire il management su come attuare i vari percorsi di crescita possibile.

Il fondo potrebbe attuare le strategie di cui sopra insieme al management della target oppure potrebbe utilizzare la governance come leva di creazione del valore: ovvero, anziché affiancarsi al management già

presente, in qualità di nuovo shareholder di controllo potrebbe intervenire nella governance sostituendo board e top management così da far gestire la target da elevate figure manageriali presenti sul mercato affiliate al fondo.

3.1.5 Exit strategy

Una volta che la società di private equity ritiene che la target abbia raggiunto un equity value tale da garantire ai partner del fondo il rendimento atteso, ovvero quando la target è riuscita a generare il valore che si sperava, allora il fondo può attuare una exit strategy e chiudere così l'investment period.

L'exit strategy potrebbe consistere in una delle seguenti way out:

- Initial public offering: se la target riesce a sviluppare una buona crescita durante l'investment period e ripaga con la cassa generata buona parte del debito inglobato dalla newco, la quotazione può essere una buona soluzione così da realizzare l'equity market del value della società sul mercato;
- Vendita ad un investitore industriale: vendere ad un investitore strategico è un'ottima soluzione quando questo può sfruttare delle sinergie derivanti dall'integrazione con la target, circostanza che fa inevitabilmente aumentare il prezzo che la società di private equity può ricavare da tale acquirente aumentando così il rendimento per i partner del fondo;
- Vendita ad un altro fondo: come detto, i fondi operano per comparti e, quindi, una volta che un fondo ha accompagnato la target nella crescita verso la fase successiva del suo ciclo di vita, questa può anche essere venduta ad un altro fondo che utilizzerà le proprie competenze per far crescere la target nella fase successiva;
- Vendita ai precedenti shareholder: in questo caso l'operazione si configura come un acquisto/vendita a termine, dato che la target ritorna poi in mano ai suoi precedenti investitori. La ratio di una vendita a termine può essere quella di una target mal gestita e, quindi, gli shareholder potrebbero chiedere a un fondo di private equity di apportare le proprie competenze manageriali per un determinato periodo di tempo, far crescere la società e restituirla a loro stessi.

L'exit strategy che il fondo implementerà dipenderà ovviamente anche dal ritorno che questa permette di conseguire, ovvero dal multiplo che può ottenere dalla dismissione dell'investimento, e dalle tempistiche. Dipende inoltre dalle caratteristiche della target, dal settore in cui opera e dalle condizioni del mercato in quel determinato periodo storico.

Alcune way out richiedono più tempo per generare un ritorno sull'investimento, ma possono offrire un rendimento più elevato, mentre altre exit possono offrire un ritorno sull'investimento più rapido, ma a un tasso inferiore.

In ogni caso, l'exit strategy è un elemento cruciale nella gestione di un fondo di private equity e deve essere pianificata con cura per massimizzare il ritorno sull'investimento.

3.1.6 Esempi di investimenti da parte di fondi di private equity: i casi Burger King e Toys “R” Us

La seguente sezione propone due importanti esempi di investimenti da parte di fondi di private equity: uno che ha portato la target a crescere e a far ottenere ai partner del fondo importanti rendimenti, l'altro invece rivelatosi un insuccesso portando la target a fallire e il fondo a perdere i capitali investiti.

Un esempio di acquisizione da parte di un fondo di private equity che ha portato la target a crescere tanto fino ad arrivare ad una way out ad elevato rendimento per i partner del fondo è il caso Burger King Corporation, la quale è una catena di fast food internazionale specializzata in hamburger che sin dalla sua fondazione non ha mai avuto una governance stabile. Infatti, Burger King Corporation è stata acquistata e rivenduta più volte senza che uno shareholder potesse mettere la società nelle condizioni di fare l'atteso salto di qualità e competere in tutti i Paesi del mondo con il suo più famoso competitor McDonald's Corporation. Così, nel 2010 il fondo di private equity brasiliano 3G Capital Management acquisì la totalità del capitale azionario di Burger King Corporation pagando un prezzo per l'acquisizione di circa 4 miliardi di dollari, di cui 1,2 miliardi di equity immesso dal fondo e i restanti 2,8 miliardi di debito attraverso dei corporate loan. Fu possibile utilizzare una così alta leva finanziaria (il debito finanziava il 70% del prezzo di acquisto) grazie agli ottimi financial che presentava la società nel 2010: un fatturato di circa 2,5 miliardi di dollari, un operating cash flow di 300 milioni di dollari e una capital structure in equilibrio con un equity di 1,1 miliardi e un debito di 1,4 miliardi di dollari.

A seguito dell'acquisizione, 3G Capital Management implementò diverse strategie per far crescere la società: ad esempio, il nuovo management cercò di migliorare la qualità del cibo introducendo nuovi prodotti nel menu, con un'attenzione particolare alla qualità degli ingredienti. Per far ciò, il management dovette ridurre i costi operativi chiudendo quei ristoranti poco redditizi nei mercati geografici in cui già operava e attuò un'espansione internazionale anche in mercati emergenti, come Cina e Brasile. Inoltre, la società cominciò ad investire maggiormente in innovazione tecnologica per migliorare l'efficienza operativa. Tali strategie operative permisero a Burger King Corporation di crescere considerevolmente e ciò lo si può vedere anche dalla crescita dei margini: nel 2010, il margine operativo della società ammontava a 423 milioni di dollari, mentre l'EBITDA a 562 milioni. Nel 2018, invece, anno della definitiva uscita del fondo dall'ownership della società, il margine operativo arrivò a 1,1 miliardi di dollari e l'EBITDA a ben 2,2 miliardi.

Infine, per quanto riguarda l'exit strategy di 3G Capital Management, il fondo brasiliano realizzò la propria way out in più fasi: questa ebbe inizio nel 2012 con l'IPO di Burger King Corporation sul NYSE²⁹, tramite la quale il fondo vendette parte della propria partecipazione. Poi ha continuato negli anni a dismettere il proprio investimento, fino ad una totale uscita dall'azionariato della target nel 2018. Dalla vendita delle azioni, senza considerare i vari costi sostenuti dal fondo per la gestione della partecipazione, il fondo ha

²⁹ New York Stock Exchange.

ricavato circa 5,2 miliardi di dollari, senza tener conto anche dei dividendi distribuiti dalla società. Si può quindi capire come il rendimento dell'operazione è stato più che soddisfacente per i partner del fondo e ha portato Burger King Corporation ad avere ristoranti in tutto il mondo, con una buona qualità del cibo e un brand riconosciuto, oltre che una società più efficiente e con margini elevati.

Un caso di investimento da parte di un fondo di private equity che invece si è poi rivelato un fallimento è sicuramente quello di Toys "R" Us, la quale è stata per diversi anni la più grande catena di negozi di vendita di giocattoli negli Stati Uniti e nel mondo. Questo è un caso molto interessante perché tale società è poi fallita nonostante anni prima fosse leader del mercato in cui operava e nonostante la presenza di più fondi di private equity nell'azionariato, i quali avrebbero dovuto contribuire allo sviluppo strategico ed operativo della società.

Nel 2005, i fondi di private equity Bain Capital, KKR e Vornado Realty Trust acquisirono, in club deal, Toys "R" Us per 6,6 miliardi di dollari arrivando a controllare il 97% del capitale azionario della società: 1,3 miliardi furono finanziati tramite l'immissione di equity da parte dei tre fondi, per la maggior parte da Bain Capital, i restanti 5,3 miliardi furono invece finanziati tramite corporate loan ed emissione di bond a tassi variabili.

Come si può capire, quindi, la leva finanziaria che i fondi utilizzarono per l'acquisizione fu molto elevata: ciò non era un problema in quegli anni perché la società era innanzitutto solida dal punto di vista finanziario e inoltre riusciva a generare più di 500 milioni di operating cash flow l'anno. I fondi, quindi, non erano preoccupati dall'elevato indebitamento che la target andava ad assumersi, dato che si aspettavano che con la cassa avrebbero potuto pagare gli interessi e diminuire l'ammontare del debito nel tempo.

Contestualmente all'acquisizione, inoltre, i fondi attuarono anche un delisting della società.

Le motivazioni strategiche e operative che portarono Toys "R" Us al fallimento sono diverse. Innanzitutto, la crescente preferenza dei consumatori per gli acquisti online e la concorrenza sempre più aggressiva dei grandi rivenditori online come Amazon misero sotto pressione l'attività dei negozi fisici della società, la quale ebbe difficoltà a competere con i prezzi bassi e la vasta selezione di prodotti offerti dai rivenditori online e non fu in grado di adeguarsi in modo efficace alle nuove esigenze dei consumatori.

Inoltre, la società sottovalutò l'importanza dell'esperienza di acquisto dei clienti nei negozi fisici, trascurando di investire nella modernizzazione delle sue attività di vendita al dettaglio. Ciò portò ad un'esperienza di acquisto meno piacevole e meno attraente per i consumatori, causando una diminuzione delle visite ai negozi.

Infine, l'eccessivo indebitamento contribuì inevitabilmente al fallimento della società, il quale, già elevato a seguito dell'investimento dei fondi, continuò poi ad incrementarsi a causa del calo del fatturato e del cash flow operativo dovuto alla ormai poca competitività della società.

L'insieme di questi fattori, ovvero l'incapacità di adattarsi alle nuove dinamiche di mercato come il commercio online, la mancanza di investimenti nel miglioramento dell'esperienza di acquisto dei clienti nei

negozi fisici e l'elevato indebitamento, portarono Toys "R" Us a fallire nel 2018, nonostante i fondi provarono a far ritornare competitiva la target tramite strategie di espansione internazionale, acquisizioni di imprese più piccole e miglioramenti dell'efficienza.

Nonostante vi siano stati nella storia diversi casi di fallimento di società a seguito dell'acquisizione da parte di un fondo di private equity, in genere le società controllate da fondi performano meglio di tante public company e family firm. Questo perché, come visto, i fondi apportano le proprie competenze e conoscenze manageriali, oltre che ingenti capitali, per poter implementare diverse strategie per far crescere le società.

3.2 Il contributo dei private equity all'attività di M&A

Nel precedente capitolo si è parlato dell'attività di M&A in Italia e nel mondo, commentando come il numero dei deal e il relativo controvalore siano diminuiti rispetto al risultato eccezionale che si ebbe nel 2021, anche se in Italia, come si è visto, i deal nel 2022 risultano in aumento rispetto all'anno precedente.

Non è stato detto, però, che i fondi di private equity contribuiscono in maniera importante allo sviluppo delle operazioni di finanza straordinaria: si pensi, infatti, che dei 971 deal chiusi in Italia lo scorso anno, più di un terzo di questi, precisamente 347, è stato concluso da fondi di private equity, con un controvalore di 62,4 miliardi di euro.

Se si pensa che il valore dei deal portati a termine in Italia nel 2022 ammontava complessivamente a 89,4 miliardi di euro, allora si capisce come le transazioni a più alto valore siano state concluse proprio da tale tipo di operatori. Infatti, questi hanno concluso un terzo delle operazioni, ma a livello di valore si tratta di circa il 70%.

Per tale motivo, le aziende e gli imprenditori italiani vedono i fondi di private equity come un'occasione unica per poter crescere e soprattutto espandersi a livello internazionale.

Inoltre, negli ultimi anni, in Italia i fondi hanno effettuato anche le cosiddette operazioni di add-on: alcune delle società già presenti nei portafogli dei fondi hanno effettuato delle operazioni di M&A con altre società con cui hanno potuto integrarsi e sfruttare sinergie per poter crescere maggiormente, andando così ad aumentare ancor di più il numero di deal chiusi e il relativo controvalore.

I settori in cui hanno investito maggiormente i fondi di private equity in Italia sono sicuramente quello industrial, consumer, tech e life science. In controtendenza rispetto al trend globale, sono diminuiti gli investimenti dei fondi nel settore energy, mentre sono aumentati quelli in infrastrutture (basti pensare, già nominato, all'investimento di Blackstone in HRA).

Quindi, si capisce come i fondi di private equity siano una leva di crescita incredibile per le imprese italiane e di tutto il mondo e che shareholder e management possono e devono sfruttare quando si presenta l'occasione di farli entrare nel proprio azionariato così da apprendere tutte quelle conoscenze e competenze manageriali che spesso mancano.

Nel capitolo successivo si vedrà come la società operante nel segmento del luxury fashion Moncler S.p.A. abbia sfruttato la presenza di fondi di private equity stranieri per poter espandersi a livello internazionale e crescere a tal punto da diventare uno dei brand del lusso più riconosciuti e apprezzati per la sua qualità e il suo stile.

3.3 Analisi delle performance post investimento di un fondo: il caso Moncler S.p.A.

L'ultima sezione del presente capitolo propone di effettuare, specularmente a quanto fatto nel secondo, l'analisi delle performance di una società acquisita da un fondo di private equity durante il relativo investment period.

Nello specifico, il caso analizzato sarà quello di Moncler S.p.A., società italiana, di origini francesi, che opera nel segmento del luxury fashion ed è specializzata in abbigliamento e accessori, famosa soprattutto per i suoi piumini e giacche invernali di alta qualità. Partendo da tali capi che hanno reso il brand Moncler celebre in tutto il mondo, negli anni la società ha poi diversificato la propria offerta producendo tanti altri tipi di capi d'abbigliamento come gilet, cappotti, maglie e felpe, nonché accessori quali cappelli, sciarpe e guanti.

Moncler fu fondata nel 1952 a Monestier-de-Clermont, in Francia, da René Ramillon e André Vincent e divenne subito popolare per la capacità di realizzare capi funzionali senza però rinunciare allo stile.

Nel 1992, Moncler passò sotto il controllo di Fin.part, la quale era una holding italiana che realizzava acquisizioni massicce e in maniera aggressiva nel segmento del luxury. Ma furono proprio tutte queste acquisizioni che portarono Fin.part alla bancarotta agli inizi degli anni 2000.

Così, nel 2003 Moncler, in difficoltà finanziaria, fu acquisita da Remo Ruffini, imprenditore italiano che prese le redini della casa di moda diventandone CEO e chairman e provando a rilanciarne l'attività. Ruffini acquisì una quota di controllo pari al 51% del capitale e riuscì a rendere Moncler una delle aziende del luxury fashion più riconosciute a livello globale.

Nel 2008, il fondo di private equity statunitense Carlyle acquisì il 48% della società pagando un prezzo di 400 milioni di euro. Ruffini, non lasciò l'azionariato di Moncler continuando a possedere una quota del 38% e rimanendo nella sua posizione di CEO.

Le motivazioni strategiche alla base di tale ingresso furono innanzitutto la necessità di reperire nuove risorse finanziarie per sostenere l'espansione e la crescita internazionale della società.

Inoltre, Carlyle era un fondo che aveva già esperienza nel settore del luxury e quindi poteva affiancare a Ruffini delle figure che lo potessero aiutare nell'implementare determinate strategie volte alla crescita del brand Moncler.

Non di meno, poi, Ruffini già pensava alla quotazione di Moncler nel futuro prossimo a quei tempi e, quindi, la presenza di un fondo di private equity poteva aiutarlo a intraprendere il percorso più corretto che potesse portare la società all'IPO.

Nel 2011 entrò nell'azionariato di Moncler anche il fondo di private equity francese Eurazeo, il quale acquisì per 418 milioni di euro il 45% della società. Quindi, a seguito dell'entrata di questo ulteriore fondo, la compagine sociale era così strutturata: Eurazeo (45%), Ruffini (32%), Carlyle (18%) e altri.

Nel 2013 avvenne poi la quotazione tanto attesa presso la Borsa di Milano: il prezzo di collocamento delle azioni fu di euro 10,20 per ciascuna azione. A seguito dell'IPO la market cap di Moncler aumentò fino a permettere alla società di entrare nel FTSE MIB l'anno successivo.

I fondi Carlyle ed Eurazeo sono usciti dall'azionariato di Moncler definitivamente nel 2019, contribuendo in questi anni a far crescere la società in tutto il mondo.

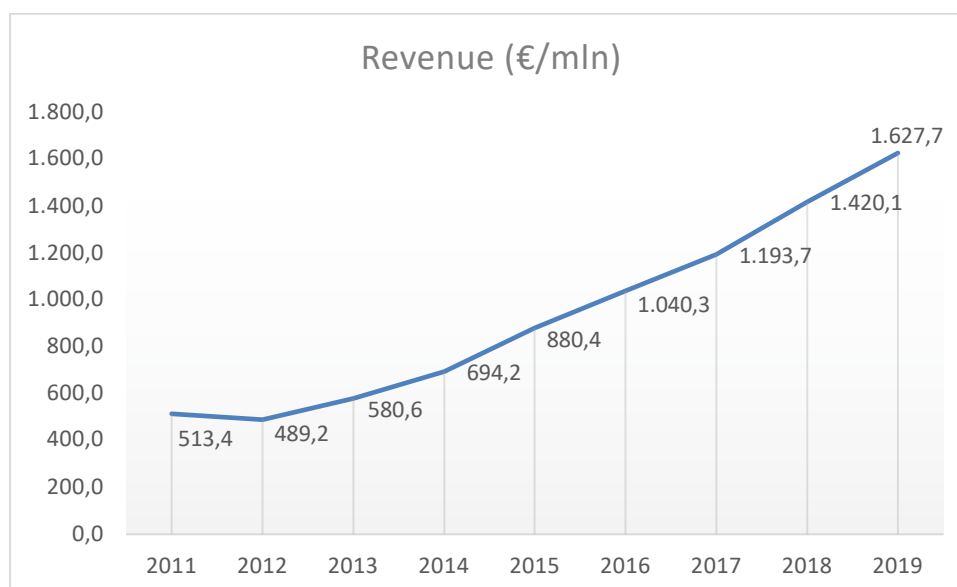
Quindi, compreso qual è il business di Moncler ed effettuato un excursus storico degli eventi a livello di governance dalla sua fondazione, è possibile effettuare l'analisi delle performance della società oggetto di studio durante gli esercizi dell'investment period dei fondi Eurazeo e Carlyle (come detto, quest'ultimo era presente dal 2008, ma si prenderà come riferimento il periodo in cui entrambi i fondi erano presenti nell'ownership, il quale va dal 2011 al 2019).

L'income statement³⁰ della società durante l'investment period oggetto di analisi risulta essere il seguente:

INCOME STATEMENT

millions €	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Revenue	513,4	489,2	580,6	694,2	880,4	1.040,3	1.193,7	1.420,1	1.627,7
COGS	(-213,3)	(-148,3)	(-166,5)	(-192,5)	(-225,5)	(-252,3)	(-276,2)	(-320,2)	(-362,4)
Gross profit	300,1	340,9	414,1	501,7	654,9	788,0	917,5	1.099,9	1.265,3
SG&A	(-195,6)	(-195,2)	(-241,5)	(-295,1)	(-390,8)	(-474,6)	(-576,6)	(-685,7)	(-773,5)
Other	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Operating profit	107,1	145,7	172,6	206,6	264,1	313,4	340,9	414,2	491,8
Financials	(-13,6)	(-17,1)	(-21,2)	(-6,1)	(-1,7)	(-4,6)	(-5,2)	(-1,9)	(-21,1)
Non-recurring expenses	(-4,6)	-	(-6,1)	(-5,0)	(-11,4)	(-15,7)	-	-	-
Income before taxes	88,9	128,6	145,3	195,5	251,0	293,1	335,7	412,3	470,7
Income taxes	(-31,4)	(-43,9)	(-50,8)	(-65,4)	(-83,1)	(-96,8)	(-85,9)	(-79,7)	(-112,0)
Other expenses	(-2,5)	(-55,9)	(-18,4)	0,2	(-0,1)	(-0,3)	(-0,1)	(-0,1)	(-0,0)
Net income	55,0	28,8	76,2	130,4	167,9	196,0	249,7	332,5	358,7

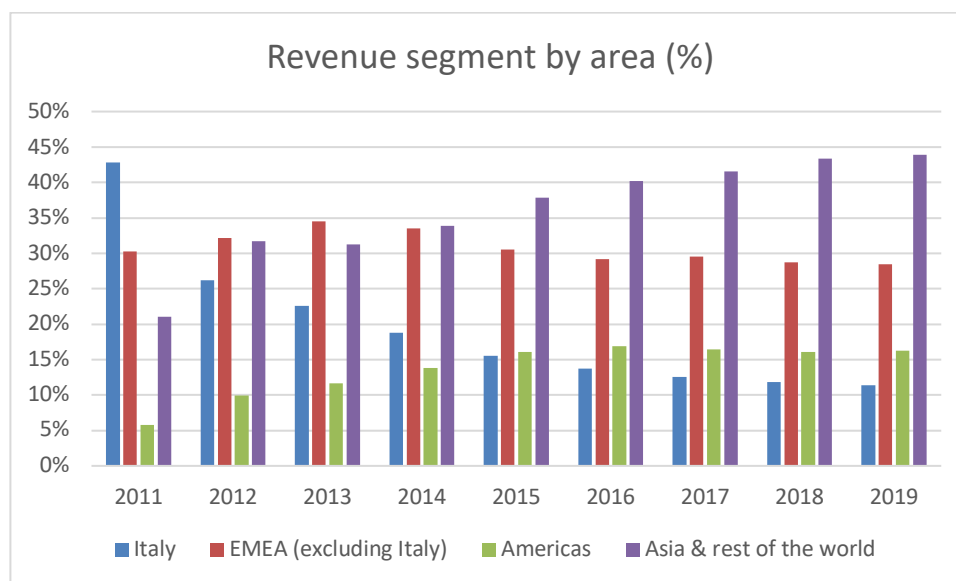
È visibile ad occhio come Moncler sia cresciuta sin da subito successivamente all'entrata dei fondi. Infatti, il seguente grafico sintetizza con una curva l'andamento del fatturato della società durante l'investment period oggetto di analisi:



³⁰ Elaborazione propria sulla base dei dati contenuti negli annual report.

Come si può vedere, le vendite sono aumentate sostanzialmente in ogni esercizio del periodo, con un incremento del 217% dal 2011 al 2019.

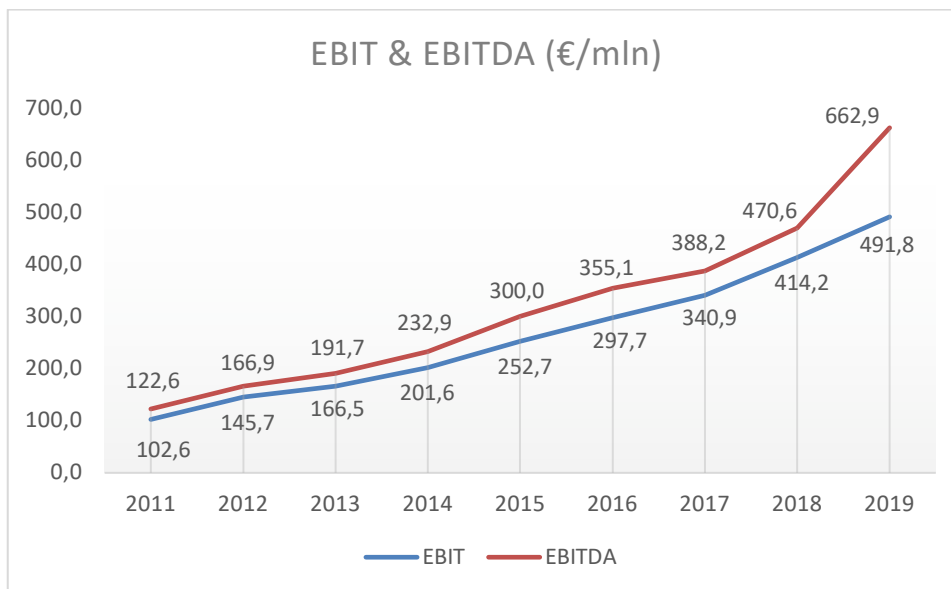
L'aumento del fatturato è dovuto soprattutto all'espansione internazionale attuata dal CEO Remo Ruffini insieme ai fondi:



Infatti, dal grafico di cui sopra è possibile vedere come l'estero abbia avuto un peso sempre più crescente sul fatturato totale. Basti pensare che nel 2011 solo l'11% del fatturato proveniva dai paesi asiatici, mentre nel 2019 ben il 45%, configurando così l'Asia come il Paese dove Moncler vende maggiormente. Anche il fatturato nelle Americhe è aumentato negli anni, passando da appena il 5% a più del 15% del fatturato totale. La percentuale che si riferisce alla zona EMEA³¹, esclusa l'Italia, si è mantenuta sempre intorno al 30%. La quota relativa di fatturato in Italia sul totale è invece diminuita proprio per l'effetto dell'espansione della società sugli altri mercati geografici.

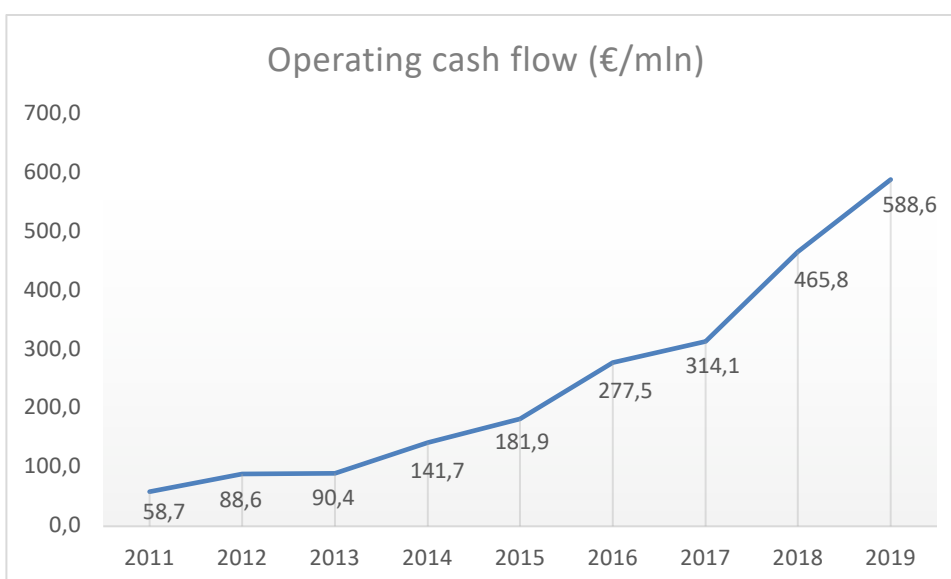
Tale aumento dei ricavi si è riversato anche sui margini, nonostante l'incremento inevitabile dei costi dato l'ampliamento delle attività operative:

³¹ Europe, Middle East, and Africa.



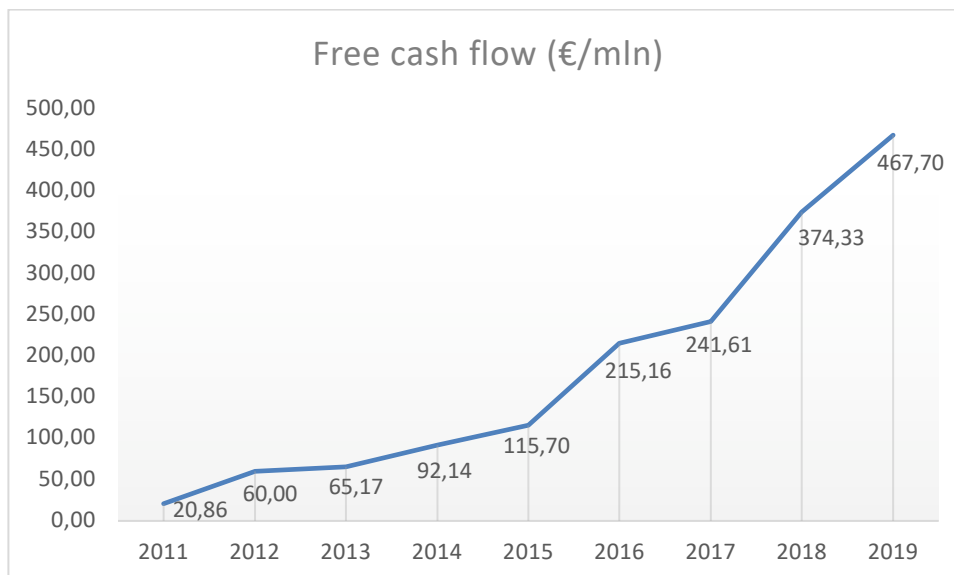
Infatti, si può osservare come EBIT ed EBITDA abbiano avuto una crescita inarrestabile durante il periodo di osservazione: si pensi che il CAGR³² dell'EBIT tra il 2011 e il 2019 è stato pari al 19%, mentre quello dell'EBITDA al 21%.

Già osservando l'EBITDA, quindi, si può capire come la generazione di cassa sia stata sempre elevata e in crescita durante tali esercizi. In tal senso, è sufficiente osservare l'elevato livello di operating cash flow:

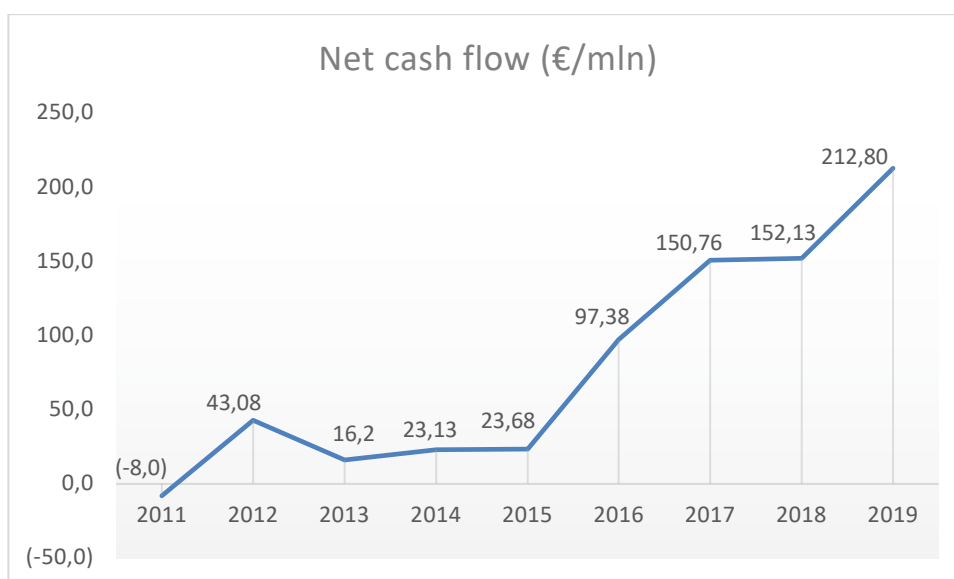


Il flusso di cassa operativo è risultato essere talmente elevato da riuscire a finanziare tutte le capital expenditures di ogni esercizio con un free cash flow rimanente positivo:

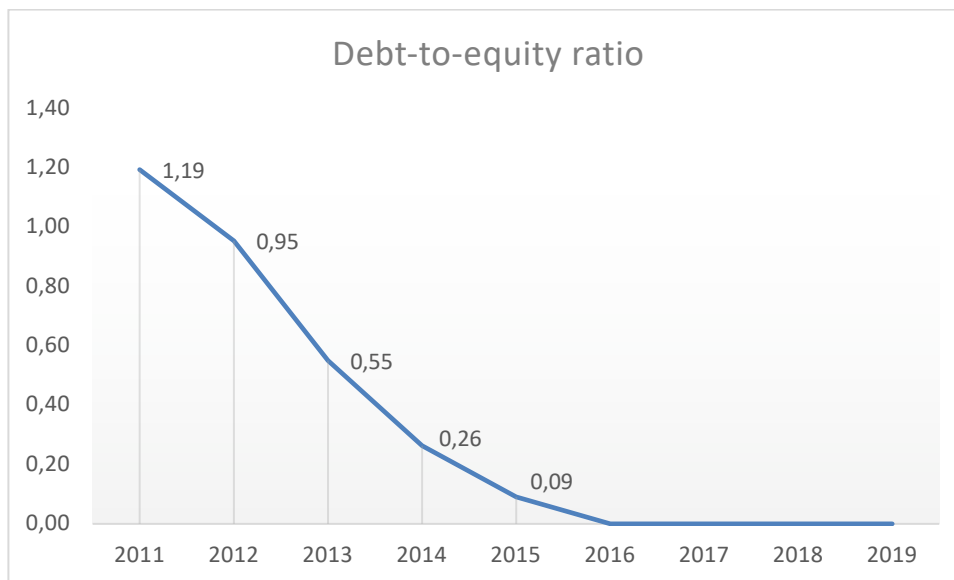
³² Compound Annual Growth Rate.



Non solo, dall'andamento del net cash flow è possibile osservare anche come il free cash flow sia stato ogni anno abbondantemente sufficiente per sostenere anche l'attività di finanziamento, permettendo alla società ripagare il debito finanziario e distribuire dividendi:

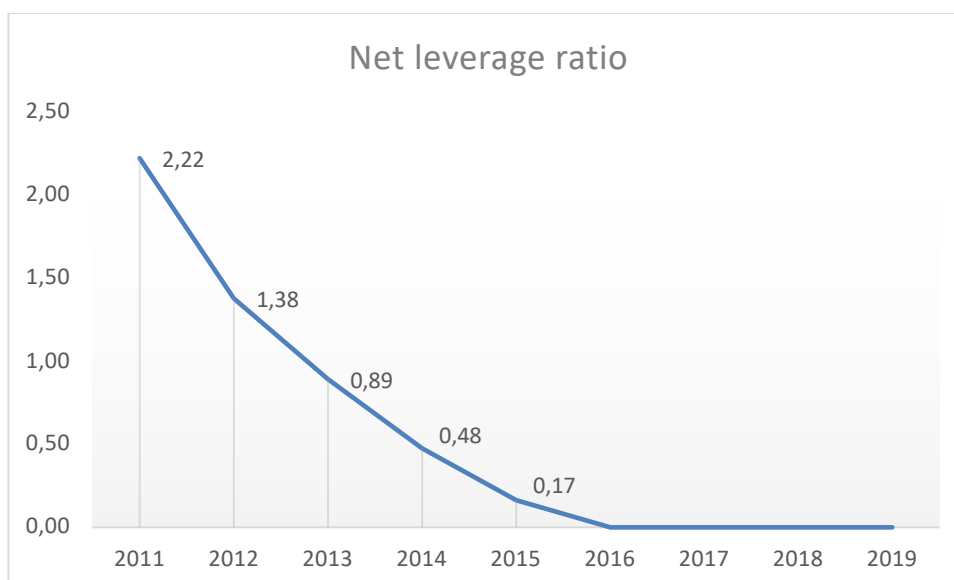


L'elevato cash flow, che ha incrementato lo stock di cassa in ogni esercizio e che ha permesso di ridurre progressivamente il debito finanziario, ha avuto influenza anche sulla capital structure:



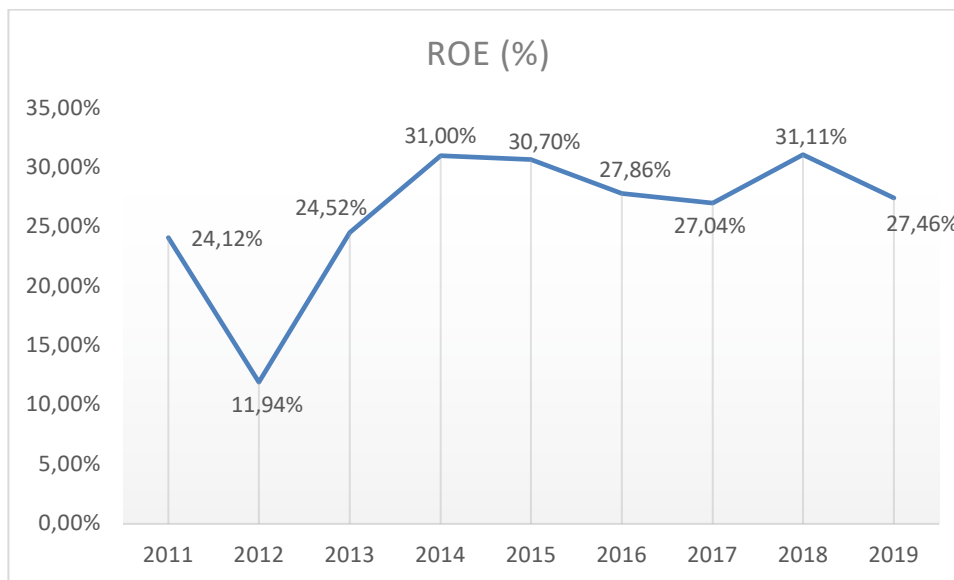
Infatti, si può vedere come il debt-to-equity ratio si sia ridotto gradualmente a partire dal 2011 fino a divenire negativo nel 2016, esercizio a partire dal quale lo stock di cassa e di investimenti finanziari di breve termine superavano di gran lunga l'ammontare di debito finanziario della società.

Ciò lo si può vedere anche dal seguente grafico:



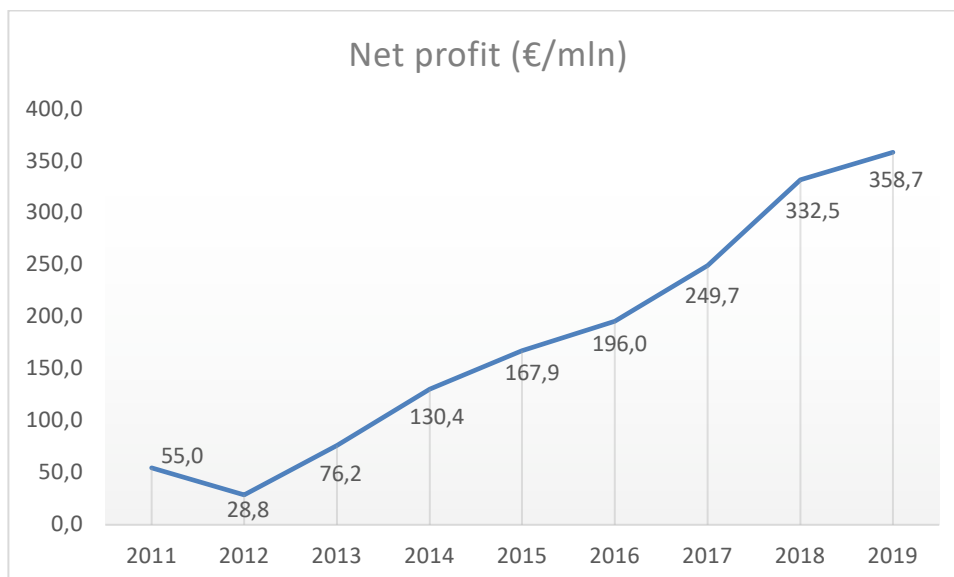
Nel 2011, l'indice NFP/EBITDA era pari a 2,22, ovvero era vicino al suo livello critico di 3. Ma la crescente cassa, la riduzione del debito finanziario e i margini che aumentavano hanno portato tale indice a livelli negativi a partire dal 2016, sottolineando ancora una volta la totale solidità di tale società.

Passando all'analisi della performance economica, il seguente grafico riassume l'andamento del ROE:



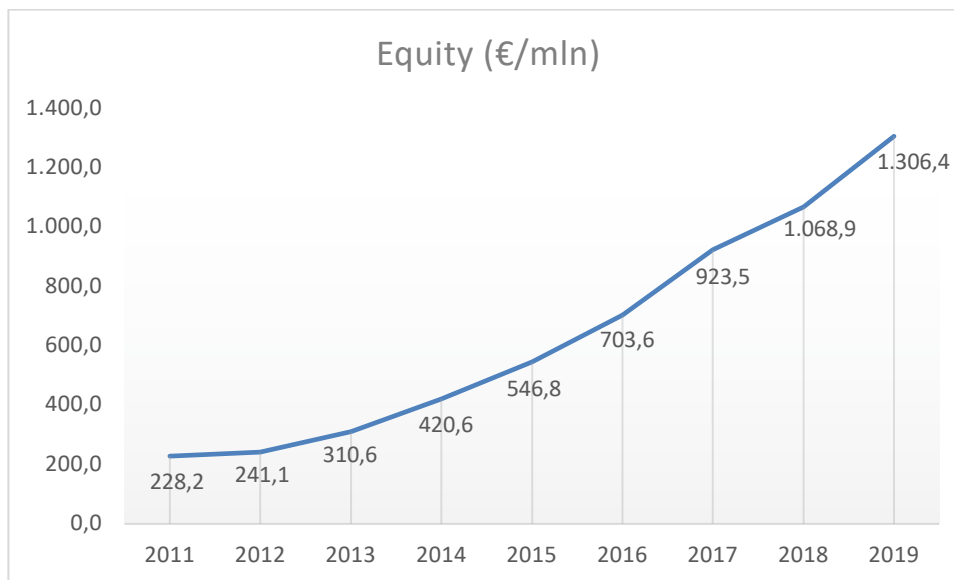
Il rendimento per gli shareholder è passato dall'11,94% del 2012 al 31% del 2014, per poi attestarsi in un range tra il 27% e il 31% per i restanti esercizi del periodo. Considerando che l'equity cost of capital del settore dell'abbigliamento durante il periodo era mediamente pari all'8%³³, è facilmente comprensibile come Moncler abbia creato elevati rendimenti per i propri shareholder e, quindi, anche per i fondi Eurazeo e Carlyle.

L'andamento dell'utile netto è stato il seguente:



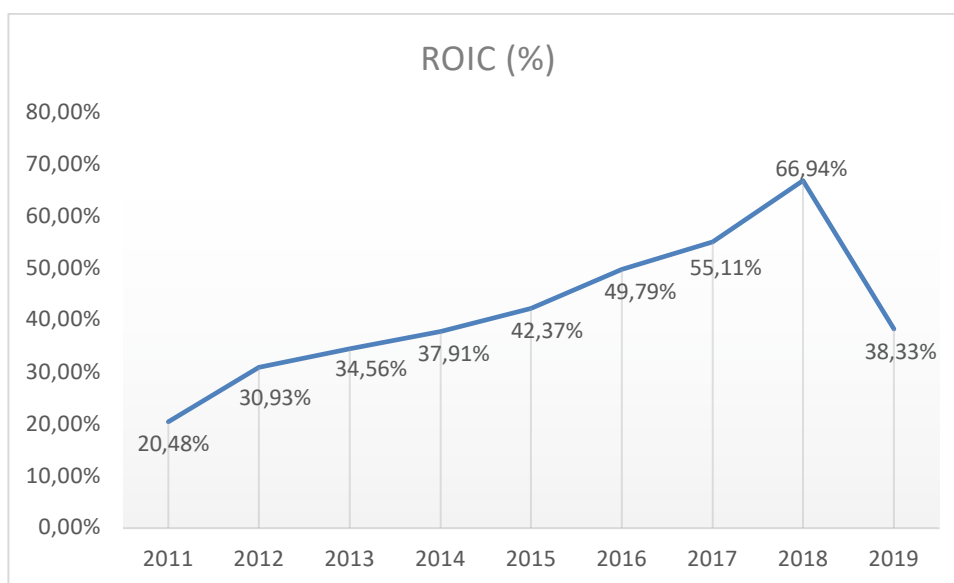
Nonostante l'utile è cresciuto costantemente a partire dal 2012, il ROE a partire dal 2014 si è stabilizzato perché anche l'equity è aumentato:

³³ Damodaran Online - Archived data, Discount Rate Estimation, Cost of Capital by Industry, Europe

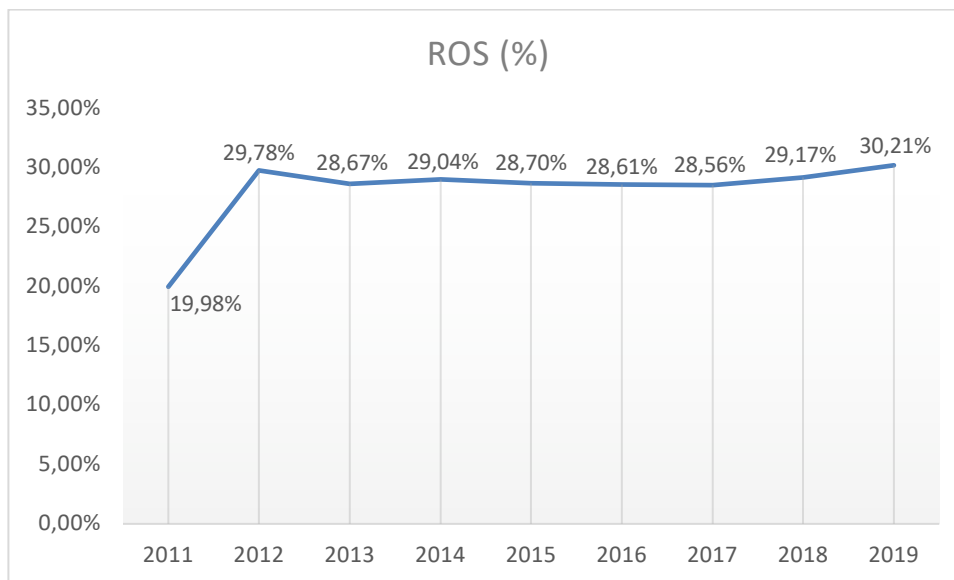


L'equity di Moncler si è incrementato per effetto dell'autofinanziamento conseguente agli elevati livelli di utile che sono stati poi in parte accantonati.

Passando al ritorno sul capitale investito, l'andamento del ROIC è riassunto dal grafico seguente:

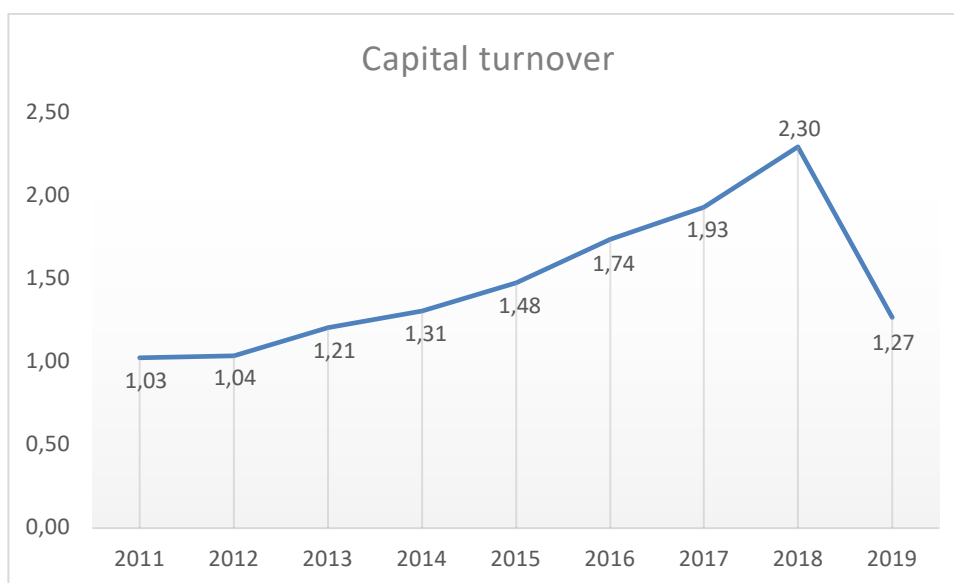


Come è possibile osservare, il ROIC si mantiene sempre a livelli altissimi, arrivando ad un picco del 66,94% nel 2018, per poi quasi dimezzarsi nel 2019. Per capire le motivazioni sottostanti la caduta del ROIC in quel determinato esercizio è possibile scomporre tale indice:

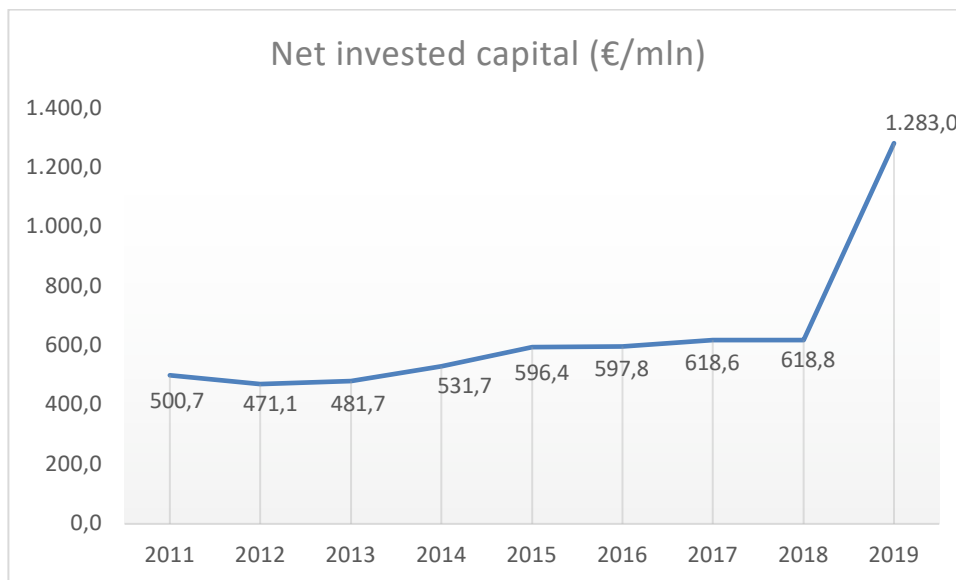


La marginalità delle vendite, espressa dal ROS, non risulta essere il problema dato che questa a partire dal 2012 oscilla tra il 28% e il 30%, fino ad arrivare al suo picco del 30,21% nel 2019.

Il grafico successivo, invece, esprime l'andamento del Capital Turnover:



Come si può vedere è proprio l'efficacia della gestione operativa che sembra subire una notevole caduta nel 2019. Dato che le vendite sono aumentate, la ragione del decremento del ROIC è a questo punto attribuibile al capitale investito:



Infatti, come si può notare, il capitale investito è più che raddoppiato da un anno all'altro, incrementandosi del 107% dal 2018 al 2019. La ragione sottostante a tale aumento non è relativa ad un aumento degli investimenti, il quale comunque si è verificato ma non è stato certamente di proporzioni tali da far raddoppiare il capitale investito. La causa è rinvenibile nella first adoption dell'IFRS 16: infatti, tale principio contabile internazionale entrò in vigore proprio dal 1° gennaio 2019 e prevede il medesimo trattamento contabile del leasing finanziario anche per quello operativo. Quindi, Moncler, come tutte le altre società che redigono i propri bilanci secondo gli IAS/IFRS, hanno dovuto contabilizzare tutti i propri leasing operativi nel balance sheet, contabilizzando i right of use tra i tangible asset e le lease liability tra le non-current liabilities.

Così, la causa di un tale elevato aumento del capitale investito e la relativa caduta del ROIC è attribuibile sostanzialmente a questioni meramente contabili e non operative o finanziarie.

Terminata l'analisi della performance della società nel periodo oggetto di analisi, è possibile trarre le relative conclusioni. Moncler risulta essere una società sana, solida e in continua crescita: durante l'investment period dei fondi Eurazeo e Carlyle, la società operante nel segmento del luxury fashion ha avuto una crescita inarrestabile. Sono aumentati il fatturato, i margini, il flusso di cassa operativo, i rendimenti per gli investitori e così via. È tanto patrimonializzata e negli ultimi anni del periodo oggetto di analisi presenta un indebitamento finanziario netto negativo, con la cassa superiore al debito.

Gli investimenti da parte di fondi di private equity, come si è visto in questo capitolo, possono portare la target a crescere o possono rivelarsi un fallimento, ma l'investimento in Moncler è stato sicuramente un successo: la presenza di questi fondi che avevano già esperienza nel settore in cui la società opera assieme ad un imprenditore italiano di successo come Remo Ruffini, che già un decennio prima aveva intravisto le grandi potenzialità di Moncler, ha portato tale società a crescere nei mercati esteri e ad avere un brand riconosciuto in tutto il mondo per la sua qualità e il suo stile.

Infine, per quanto riguarda l'exit strategy dei due fondi, come detto, questi hanno venduto le proprie quote gradualmente fino ad uscire completamente dalla compagine sociale di Moncler nel 2019. Data la crescita

della società, è facilmente comprensibile come l'investimento da parte dei fondi sia stato un successo. Infatti, in un comunicato ai partner del proprio fondo, Eurazeo ha espresso la totale soddisfazione per l'investimento in Moncler che ha portato a un guadagno di circa 1,5 miliardi di euro e un internal rate of return superiore al 40%. A conferma del fatto, quindi, che di tale investimento ne hanno tratto beneficio i due fondi e la società.

Concludendo, grazie a tale capitolo si è compreso cosa sono i fondi di private equity, come questi sono organizzati, quali caratteristiche devono possedere le target ideali, quali leve utilizzano per migliorare le relative performance e le possibili way out che possono attuare.

Inoltre, si sono visti alcuni casi di studio per comprendere quali possono essere i possibili esiti di un investimento da parte di un fondo. In ogni caso, ciò che emerge dall'analisi dei vari casi studio è che l'investimento di un fondo ha successo quando questo apporta le proprie competenze manageriali all'interno della target, permettendole di espandersi a livello internazionale, ed implementa delle strategie che possano rispondere efficacemente alle dinamiche di mercato sempre in evoluzione, che spesso il management non riesce a cogliere.

CAPITOLO 4. LA LEVA FINANZIARIA: RETTA DI REGRESSIONE PER CAPIRE LA RELAZIONE TRA CAPITAL STRUCTURE E PERFORMANCE POST M&A

4.1 L'acquisition financing

Nei precedenti capitoli si è discusso delle operazioni di merger e acquisition e degli investimenti da parte dei fondi di private equity, ovvero di quelle operazioni straordinarie che hanno inevitabilmente degli impatti sul capitale delle aziende che vi partecipano.

L'oggetto di studio di tale paragrafo fa un passo avanti rispetto a quanto discusso finora: si approfondiranno le questioni relative alle scelte di funding inerenti tali operazioni, ovvero si parlerà di acquisition financing.

Quando si parla di acquisition financing ci si riferisce alla scelta delle diverse fonti di capitale utilizzate per finanziare un'operazione di merger o acquisition: si tratta di una missione complessa che richiede una pianificazione accurata col fine di ottenere una combinazione di finanziamenti appropriata che possa offrire il costo del capitale più basso rispetto ad altre possibili alternative. Viene da sé che, essendo il costo dell'equity generalmente più elevato del costo del debito, la struttura finanziaria più ottimale sarà quella che ovviamente riduce l'utilizzo dell'equity con l'obiettivo di massimizzare il rendimento.

Infatti, si è anche visto come la scelta delle modalità di finanziamento di un'operazione sia uno dei criteri che influenzano le performance post operazione di M&A.

Le classiche tipologie di finanziamento delle operazioni descritte nei precedenti capitoli possono essere le seguenti:

- Stock swap transaction: si tratta della classica merger con concambio azionario. Trattandosi di un'operazione "carta contro carta", la difficoltà intrinseca sta nel determinare il valore economico delle due società che si fondono, dato che il concambio è frutto del rapporto tra i due equity value delle società. Ovviamente, il concambio dipenderà in ultima istanza dal corrispettivo che verrà fissato tra le parti. Infatti, il concambio potrà poi essere soggetto a un downside o un upside sulla base di fattori esogeni, come ad esempio dinamiche di mercato tra le due società (solitamente, quando vi è un eccesso di domanda, ovvero vi sono più potenziali bidder per una stessa target, inevitabilmente questi dovranno aumentare il prezzo offerto);
- Acquisition through equity: una corporate quotata può emettere azioni sul mercato effettuando un aumento di capitale per raccogliere risorse e investirle in acquisizioni;
- Cash acquisition: quando un'impresa ha un notevole surplus di cash può decidere di investirlo per acquisire una determinata target;
- Acquisition through debt: una bidder acquista una partecipazione in una target tramite un corporate loan o una soluzione di structured finance o ancora tramite l'emissione di bond;
- Acquisition through mezzanine: in questo caso l'acquisizione è finanziata mediante l'emissione di minibond per raccogliere capitale di debito presso degli investitori professionali;

- Operazione di leveraged buy out: come detto nel capitolo precedente, questa è la tecnica più utilizzata da parte dei fondi di private equity;
- Seller's financing: gli shareholder della target non vengono pagati immediatamente, ma concedono alla bidder una dilazione nel pagamento del prezzo. Ovviamente, tra le casistiche elencate, per la target questa è la più rischiosa oltre che la meno preferita.

Il debito, come detto, è un elemento imprescindibile in tutte le operazioni di finanza straordinaria: infatti, come detto, l'obiettivo in fase di acquisition financing è quello di ridurre il costo del capitale e ciò lo si può fare utilizzando una buona quota di debito per finanziare l'operazione.

Quando un investitore industriale si finanzia presso banche o intermediari finanziari, questi solitamente concedono senior debt, ovvero debito che ha un ordine di priorità superiore nel rimborso rispetto ad altre fonti finanziamento, nonché risulta presidiato da varie garanzie reali che vanno a definire il cosiddetto security package.

Le senior facilities che vengono utilizzate a parziale copertura del fabbisogno finanziario generato da un'acquisition sono solitamente le seguenti:

- Bridge loan: si tratta di una linea di finanziamento a breve termine che supporta il borrower/bidder ad arrivare ad un determinato momento del processo pre-acquisition, successivamente al quale la bidder potrà procedere all'operazione.

Il classico bridge loan è quello che viene erogato per far fronte alle upfront expenses o al pagamento di una caparra, quindi in genere a tutti quei pagamenti iniziali e preliminari all'operazione.

Da ciò si capisce come la scadenza di una facility del genere sia di breve termine e il suo utilizzo avvenga una sola volta.

Successivamente all'erogazione del bridge loan, l'operazione viene strutturata e tale facility viene chiusa con l'erogazione di un classico term loan;

- Term loan: tale facility permette innanzitutto di pagare il bridge loan e successivamente, come detto, di finanziare l'acquisizione. Tale linea di credito ha una scadenza a medio-lungo termine, solitamente tra i quattro e gli otto anni, e la modalità di rimborso è basata sul business plan dell'investimento che la bidder vuole effettuare, ovvero sulla base dei forecasted cash flow che possono ripagare il senior debt.

Queste sono le facilities principali, alle quali possono affiancarsi delle linee di credito accessorie, che solitamente si aggiungono quando l'operazione è particolarmente complessa oppure quando è particolare il fabbisogno finanziario del borrower/bidder. Queste si distinguono in funzione della specifica finalità:

- Working capital facility: si tratta in sostanza di un revolving loan, ovvero di una linea di credito che il borrower può utilizzare senza un piano di ammortamento predeterminato sulla base di un ammontare massimo stabilito dalla banca, che va a finanziare le esigenze di cassa connesse alla gestione del circolante della target;

- CapEx facility: questa linea di credito, che viene concessa per sostenere le spese di investimento della target, è sostanzialmente un term loan il cui utilizzo però è consentito per un periodo di tempo limitato a seguito del quale è poi previsto l'inizio del piano di rimborso.

Vi sono altre tecniche che solitamente i borrower/bidder utilizzano in funzione delle specificità dell'operazione e/o della target:

- Bridge to cash: si tratta di una senior facility a breve termine che la banca concede quando la target che il borrower/bidder andrà ad acquisire presenta della cassa in pancia. In tal senso, il rimborso di questa linea di credito avviene a seguito dell'acquisition proprio con la cassa presente nella target;
- Bridge to disposal: anche questa è una senior facility il cui rimborso, invece, avviene tramite la dismissione di determinati asset della target a seguito dell'operazione.

È fondamentale predisporre il cosiddetto prospetto fonti-impieghi dell'operazione, il quale mette in evidenza i vari utilizzi di capitale che vengono effettuati contestualmente all'operazione e come questi vengono finanziati.

Tipicamente nella sezione degli impieghi o usi vi saranno il prezzo di acquisizione, le varie commissioni che il borrower/bidder dovrà pagare al lender e così via. Tra le fonti, invece, vi saranno l'equity della bidder e le varie facilities ottenute dai lender.

4.2 Capital structure

Come detto più volte, le scelte delle fonti di finanziamento andranno poi ad impattare sulla capital structure della bidder, della target o della risultante della merger a seconda dell'operazione che è stata realizzata.

Ovviamente, le scelte di finanziamento devono essere pensate in modo da ottenere una capital structure che sia poi compatibile con la prosecuzione dell'attività d'impresa: non deve danneggiare il valore dell'impresa, non deve far aumentare il rischio finanziario, deve contenere il costo del capitale e deve mantenere la struttura finanziaria solida e in equilibrio.

In tal senso, si deve cercare di strutturare il prospetto fonti-impieghi di un'operazione in modo da ottenere, successivamente a questa, un rapporto di leva finanziaria ottimale.

Il problema è che capire se esiste un livello della capital structure che sia ottimale: la maggior parte degli studi di corporate finance convengono sul fatto che un livello ottimale di indebitamento non esiste per tutte le imprese, in tutti i momenti storici, in tutti i mercati geografici e così via.

Si può invece parlare di adeguatezza della struttura del capitale di un'impresa in riferimento a un dato momento storico e al settore/mercato in cui opera. Ovvero, il management deve porsi come obiettivo quello di cercare di perseguire quella capital structure che, sotto le condizioni che in concreto si hanno in quel determinato momento storico e nel mercato di riferimento in cui opera l'impresa, meglio assicura la capacità dell'impresa di ottenere performance soddisfacenti.

L'adeguatezza della struttura finanziaria di un'impresa dipende dai seguenti elementi:

- Fattori endogeni: profilo temporale di realizzo degli investimenti e del connesso ciclo dei finanziamenti, struttura dell'attivo aziendale (a seconda del fatto che gli asset presenti in bilancio siano in maggioranza fissi o correnti influenza la struttura delle fonti), fase del ciclo di vita dell'impresa (se questa si trova in fase di espansione vi saranno inevitabilmente più capital expenditures e allora aumenta il fabbisogno finanziario di fonti a lungo termine), propensione al rischio (a volte il management potrebbe essere molto avverso al rischio, preferendo così una totale assenza di debito per non essere dipendenti dal sistema bancario o dal mercato), leva operativa e così via;
- Obiettivi che si vogliono perseguire: obiettivi che possono influenzare la capital structure ottimale sono la massimizzazione del rendimento per gli shareholder e dell'enterprise value dell'impresa, la stabilizzazione dell'equilibrio finanziario e la minimizzazione del rischio finanziario;
- Fattori determinanti lo sviluppo finanziario: domanda di mercato, dinamiche del settore, comportamento dei competitor, possibilità di espansione internazionale, dimensione dell'impresa, ecc.;
- Fattori di vincolo dello sviluppo finanziario: corporate governance (se si tratta di una family firm, ad esempio, questa è limitata nel reperimento di risorse finanziarie, non potendo prendere risorse dal mercato perché molto spesso non sono quotate dato che la famiglia non vuole perdere il controllo, e

non vogliono aumentare l'equity perché non vogliono apportare risorse proprie: per tali motivi l'unica fonte possibile rimane il debito finanziario da banche), accessibilità al mercato dei capitali (se vi è un credit crunch in un determinato momento storico allora l'impresa potrebbe avere difficoltà a reperire fonti di finanziamento) e autofinanziamento (quando l'ownership non è in grado o non vuole effettuare aumenti di capital stock, gli retained earnings costituiscono l'unica via per incidere sull'equity).

Quindi, è facilmente comprensibile come non si possa parlare di un livello di capital structure ottimale per tutte le imprese.

Nonostante non esista una struttura patrimoniale perfetta per tutte le imprese, vi è un paradigma che ha una validità generale e che ogni impresa dovrebbe considerare: risulta fondamentale la term capital structure, ovvero la correlazione intertemporale tra gli impieghi e le fonti.

È necessario che vi sia tale equilibrio intertemporale tra la scadenza dei debiti e la realizzazione degli investimenti altrimenti la struttura del capitale ne risentirebbe in termini di solidità, compromettendo la performance in caso, ad esempio, di shock esogeni.

Se il management non tiene a mente l'obiettivo di una term capital structure in equilibrio, questo potrebbe rischiare di finanziare i propri investimenti con debito a breve termine, il quale molto spesso è meno complesso da acquisire rispetto a un term loan di lunga durata. Tale situazione, però, potrebbe scatenare una serie di eventi negativi tali da mettere in pericolo la struttura del capitale dell'impresa: se aumentano i debiti finanziari a breve termine sicuramente peggiora la liquidità aziendale, quale capacità dell'impresa di far fronte con la propria cassa ai debiti a breve, situazione che porterebbe il management a preferire investimenti più liquidi dal lato dell'attivo, sacrificando inevitabilmente la redditività e quindi la possibilità di ottenere delle performance più soddisfacenti. Quindi, l'impresa vedrebbe aumentare il proprio rischio finanziario in termini di rischio di liquidità e rischio di tasso.

Il livello ottimale di indebitamento di un'impresa è sicuramente quello che garantisce la sostenibilità del debito: il debito è sostenibile quando l'impresa riesce a pagarlo grazie alla cassa generata.

In tal senso, per valutare la sostenibilità del debito si calcola innanzitutto il CFADS, ovvero il cash flow available for debt service, il quale è concettualmente simile al free cash flow: quest'ultimo però è un unlevered cash flow, ovvero è il cash flow operativo dopo aver pagato anche le capital expenditures ma senza considerare le scelte di funding dell'impresa, mentre il cash flow per il servizio del debito considera tali scelte. Infatti, basti pensare che per il calcolo del free cash flow, per calcolare il NOPAT, quale misura contabile di partenza per la determinazione di tale flusso di cassa, le imposte vengono calcolate sull'EBIT e non sull'EBT proprio per non considerare l'interest tax shield, ovvero l'effetto fiscale positivo sul cash flow degli interessi passivi da debito finanziario.

Continuando con il ragionamento, il modo più diretto per calcolare il cash available for debt service è sommare l'interest tax shield, pari agli interessi moltiplicati per l'aliquota fiscale, al free cash flow. Altrimenti, si può calcolare in maniera indiretta il CFADS partendo dal net income, al quale sono state sottratte le imposte calcolate sull'EBT dando quindi rilievo alle scelte di funding. Il procedimento di calcolo³⁴ è il seguente:

Net income
+ Depreciation and amortization
+/- Changes in deferred taxes
+/- Other non-cash changes
+/- Changes in net working capital
= Operating cash flow
- Capital expenditures
= Cash flow available for debt service

Determinato il cash flow per il servizio del debito, è possibile calcolare alcuni indici utili all'impresa per capire se la generazione di cassa è compatibile con il proprio debito, valutando così la sostenibilità del medesimo.

In tal senso, un indice molto utile è il DSCR, ovvero debt service coverage ratio, il quale è possibile calcolarlo con la seguente formula:

$$DSCR = \frac{CFADS}{I + CPLTD}$$

dove I sono gli interessi sul debito e $CPLTD$ è la current portion of long-term debt. Quindi, sarebbe auspicabile avere in ogni esercizio un DSCR quantomeno pari a 1, preferibilmente anche superiore a 2, affinché il debito possa essere considerato sostenibile, dato che l'impresa riuscirebbe a pagare con il proprio cash flow il servizio del debito.

Il DSCR è quindi un indice che si riferisce all'esercizio successivo, dato che pone al denominatore gli interessi e la quota capitale dei debiti che l'impresa andrà a pagare nel prossimo esercizio.

Se si vuole calcolare un coverage ratio che si riferisce a tutta la vita del debito finanziario che questa deve ripagare, un indice utile può essere appunto il LLCR, ovvero il loan life coverage ratio, il quale si può calcolare come segue:

$$LLCR = \frac{\sum \frac{CFADS_t}{(1+r)^t} + (Cash\ reserve)_t}{(Outstanding\ Debt)_t}$$

Ovviamente, più alto è il LLCR e più il debito dell'azienda risulta essere sostenibile.

³⁴ Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, 2018 – Stowell David P.

Altri indici lato debito finanziario da monitorare, già visti in questo elaborato in svariate occasioni, sono il debt-to-equity ratio e la sua dinamica nel tempo nonché l'interest coverage ratio e il net leverage ratio.

Lato equity, invece, è molto importante capire se l'impresa riesce a generare autofinanziamento nel tempo. Abbiamo detto che una buona proxy dell'autofinanziamento potenziale è l'EBITDA, ma una misura più precisa e corretta è data dagli retained earnings, i quali si possono calcolare sottraendo i dividendi ai FFO, ovvero i funds from operation. Questi ultimi si calcolano risommando al net income gli ammortamenti e gli accantonamenti.

Rapportando i retained earnings al net income si può calcolare il cosiddetto retention rate, il quale dà una misura di quanto l'impresa accantona per aumentare l'equity e finanziare la crescita.

Infine, un ultimo aspetto che influisce nella definizione della capital structure è il modello operativo dell'impresa e la relativa struttura dei costi: tali aspetti sono riassunti dal grado di leva operativa, calcolabile come rapporto tra il margine di contribuzione, quale differenza tra i ricavi e i costi variabili, e il reddito operativo.

Un'impresa operante in un settore capital intensive effettua sicuramente ingenti investimenti che si traducono in un elevato valore degli asset e in elevati costi fissi di struttura, i quali peseranno maggiormente rispetto ai costi variabili nel conto economico.

La presenza di questi costi fissi di ammontare elevato determina un alto grado di leva operativa dato che il reddito operativo diviene più sensibile a variazioni del fatturato: il margine operativo aumenta più che proporzionalmente a seguito di un aumento dei ricavi. Tale volatilità risulta essere anche inversa, dato che ad una diminuzione delle vendite si sussegue una diminuzione più accentuata del margine operativo.

Questa sensibilità del margine operativo rispetto ai ricavi accentua ovviamente il rischio di non ottenere delle performance soddisfacenti a seguito di una diminuzione anche lieve delle vendite. Infatti, come detto, si potrebbe in seguito verificare una consistente diminuzione del reddito operativo e quindi del ROIC.

Quindi, in generale, le imprese con elevata leva operativa sono considerate più rischiose: si capisce bene come a tale rischiosità operativa non se ne possa aggiungere anche una finanziaria. Se dovesse aumentare anche il rischio finanziario si avrebbero anche pesanti impatti sul ROE attraverso il meccanismo della leva finanziaria, oltre per l'effetto di un ROIC diminuito.

Per tale motivo, vi deve essere un bilanciamento tra il rischio operativo e il rischio finanziario, ovvero, di converso, tra leva operativa e leva finanziaria. Quindi, un'impresa con elevata leva operativa non potrà definire la propria capital structure con un debito finanziario eccessivamente elevato, altrimenti aumenterebbe il rischio complessivo e quello di ottenere una performance non soddisfacente.

Dunque, per concludere, si è avuta una discussione riguardo tutti gli elementi tipici di un'impresa che possono definire il livello ottimale della capital structure nonché la sua concreta definizione, comprendendo

come non può esistere un livello ottimale della struttura patrimoniale per tutte le imprese, ma questa dipende da troppe variabili che ownership e management devono necessariamente tenere in considerazione, sia durante tutte le fasi del ciclo di vita di un'impresa sia in occasioni di operazioni straordinarie.

4.3 Retta di regressione tra capital structure e performance

L'obiettivo del seguente paragrafo è quello di capire la relazione che intercorre tra la capital structure che si viene a definire a seguito delle scelte di acquisition financing e le performance future della bidder: ovvero, si vogliono verificare gli effetti sulle performance del buyer in relazione alla scelta di finanziare il prezzo di acquisizione di una determinata target con maggiore debito o viceversa con più equity.

Per comprendere quale delle due fonti permette di finanziare un'operazione di merger o acquisition tale poi da far ottenere delle performance migliori al buyer, si è condotta una regressione con dati panel: non si tratta quindi di una regressione lineare semplice effettuata sulla base di un dataset che presenta, per un certo numero di unità statistiche, un'unica osservazione per ciascuna delle variabili selezionate.

Un dataset con dati panel è più complesso: per ogni unità statistica, le variabili scelte dall'analista vengono osservate in più periodi temporali diversi, ottenendo quindi un pluralità di osservazione per ciascuna variabile in relazione alle singole unità statistiche.

Venendo all'analisi effettuata in tale sede, le unità statistiche sono state selezionate nel seguente modo: innanzitutto è stato utilizzato Capital IQ Pro, una piattaforma di S&P³⁵ che mette a disposizione degli analisti i financial highlights e tante altre informazioni finanziarie utili per poter effettuare svariati tipi di analisi. Grazie a tale piattaforma, è stato possibile scaricare, dalla sezione "Transactions overview", una lista dei deal conclusi sulla base di filtri che sono stati applicati alla ricerca. Nello specifico, i filtri applicati nella ricerca dei deal sono stati i seguenti:

- Sono stati selezionati solo i deal frutto di operazioni di M&A che hanno portato all'acquisizione della totalità del capitale della target;
- Dalla lista dei deal sono state escluse tutte quelle operazioni concluse dai fondi di private equity, dato che, come detto, l'obiettivo è quello di valutare le performance di bidder quali controparti corporate di un'operazione;
- Sono stati esclusi tutti quei deal conclusi nell'ambito del settore finanziario, ovvero quelle operazioni realizzate da banche e intermediari finanziari per la medesima motivazione del punto precedente;
- Sono stati selezionati solamente i cosiddetti big deal, ovvero tutte quelle operazione straordinarie che abbiano avuto un transaction value di almeno un milione di euro;
- I deal selezionati sono solo quelli le cui target sono corporate italiane: una delimitazione geografica dell'analisi è stata necessaria dato che i big deal conclusi ogni anno a livello mondiale sono di un numero così elevato che avrebbero reso l'analisi eccessivamente onerosa per l'analista. Per quanto riguarda i buyer, invece, questi sono stati inclusi nell'analisi indipendentemente dalla nazione in cui risulta essere situato l'headquarter (sono stati ovviamente esclusi quei buyer più piccoli per i quali non vi erano dati sulla piattaforma).

³⁵ Standard & Poor's.

Definiti i filtri che sono stati utilizzati per individuare le unità statistiche del dataset, è necessario effettuare un focus sul periodo temporale dell'analisi data la particolarità dei dati panel: i deal che sono stati presi in considerazione sono tutti quelli conclusi tra il 2012 e il 2016: ciò perché, essendo una regressione con dati panel, le variabili scelte sono state osservate per i tre esercizi successivi alla data di conclusione del deal per ciascuna unità statistica. Quindi, per fare un esempio, considerando i deal conclusi nel 2012, per tali unità statistiche sono state osservate le variabili nel 2013, 2014 e nel 2015, invece per i deal conclusi nel 2013, le variabili per ogni unità statistica sono state osservate nel 2014, 2015 e 2016 e così via fino ad arrivare ai deal conclusi nel 2016 per le cui unità statistiche sono state osservate le variabili rispettivamente nel 2017, 2018 e 2019.

Quindi, come si può facilmente capire, le unità statistiche sono state selezionate nel lasso temporale che va tra il 2012 e il 2016, ma le variabili sono state osservate per il periodo temporale che va dal 2012 al 2019: è proprio questo il periodo di riferimento dell'analisi di regressione con dati panel.

Si è deciso di non allargare il periodo di analisi 2012-2019 per i seguenti motivi: andare al di sotto del 2012 significava considerare anche le performance dei buyer affette dalla crisi finanziaria del 2008, mentre andare oltre il 2019 significava sporcare l'analisi con le performance negative che hanno caratterizzato le società di tutti i settori, e quindi anche i buyer dei deal, a causa della pandemia.

Detto tutto ciò che riguarda la scelta delle unità statistiche, le variabili che per ognuna di queste e che per ciascuno dei periodi temporali presi in considerazioni sono state osservate sono le seguenti: debt-to-equity ratio, il return on equity e il return on assets. Per quanto riguarda la prima variabile, il D/E, la piattaforma Capital IQ Pro, con la quale sono state effettuate le osservazioni sulle variabili per ogni unità statistica, non riportava direttamente tale indice e quindi sono stati estratti la net financial position e l'equity per poterlo calcolare.

Quindi, il dataset con dati di tipo panel che alla fine si è ottenuto ha la seguente struttura:

Completion Date	Target or Issuer	Buyer	Transaction Value (\$M)	Primary Industry	Net debt €/mln	Equity €/mln	D/E	ROE	ROA
24/05/12	Transalpina di Energia S.r.l.	Electricité de France S.A.	985,79	Renewable Electricity	33.526	39.205	0,86	10,69	1,89
					33.283	40.665	0,82	9,45	1,83
					36.654	40.240	0,91	3,46	1,75

Ovviamente, tale dataset è poi stato modificato affinché il software statistico potesse utilizzarlo efficacemente per l'analisi:

ID_obs	ID_firm	ID_year	DE	ROE	ROA
1	1	First_year	0,86	10,69	1,89
2	1	Second_year	0,82	9,45	1,83
3	1	Third_year	0,91	3,46	1,75
4	2	First_year	2,92	15,53	3,74
5	2	Second_year	2,86	15,5	3,79
6	2	Third_year	2,78	17,94	3,83
7	3	First_year	0,31	7,42	4,55
8	3	Second_year	0,39	9,16	4,52
9	3	Third_year	0,40	5,94	4,37
10	4	First_year	1,21	8,31	3,1
11	4	Second_year	1,27	12,79	0,99
12	4	Third_year	1,73	6,7	1,38

Sostanzialmente, ad ogni buyer del dataset è stata associata una variabile identificativa, denominata ID_firm. Inoltre, essendo questa, come detto, una regressione di dati panel, è fondamentale per il software statistico che venga creata una variabile temporale: in tal senso, è stata associata alle osservazioni una variabile temporale denominata ID_year. Così, ad ognuna delle osservazioni è stata poi associata una variabile numerica progressiva ID_obs così da poter contare il numero di osservazioni effettuate su ciascuna variabile. Per riassumere, il dataset comprende 119 unità statistiche e ben 357 osservazioni: ovvero, per ogni unità statistica sono state effettuate osservazioni su tre periodi temporali per ciascuna delle variabili.

Per quanto riguarda i business segment nell'ambito dei quali i deal sono stati conclusi, questi risultano essere svariati e quelli maggiormente presenti all'interno del dataset sono i seguenti: machinery (industriale) per 13 deal, energie rinnovabili per 9 deal, package food e meat producer per 6 deal, gas utilities per 4 deal, hotel per 4 deal, apparel e luxury per 3 deal e così via. I business segment coinvolti sono stati ben 58.

Costruito quindi il dataset con tutte le osservazioni e le variabili, è possibile effettuare l'analisi di regressione con dati panel: per eseguire tale analisi si è deciso di utilizzare il software statistico RStudio, il quale ha un linguaggio di programmazione abbastanza semplice e presenta dei pacchetti di coding molto utili e intuitivi per poter effettuare tale tipo di analisi.

Infatti, una volta effettuato il set della working directory, con la funzione "library" si può avviare il pacchetto "plm", che sta per Panel Data Models, il quale permette di utilizzare determinate funzioni per le regressioni con dati panel. Il coding è il seguente:

```
setwd("/Users/paolopiogentile/Desktop") #set working directory
library(plm) #caricamento pacchetto plm per le regressioni con dati panel
```

Avviato tale pacchetto, è possibile importare in R il dataset finale visto precedentemente opportunamente convertito in formato .csv:

```
mydata <- read.csv('dati_panel.csv', header = TRUE , sep = ';') #import del dataset
attach(mydata)
```

Con il comando “header” si pone la prima riga del dataset come intestazione di descrizione delle variabili, mentre con il comando “sep” si identifica il carattere che separa le informazioni nel dataset: infatti, con il formato .csv, il dataset assume la struttura di un file di testo con le informazioni messe in riga e separate da una virgola.

Fatto ciò, è possibile costruire due vettori: uno che contiene tutte le osservazioni effettuate sulla variabile dipendente, ovvero il ROE, e l’altro che contiene quelle invece effettuate sulla variabile indipendente, ovvero il D/E. Il coding per la creazione di due vettori è il seguente:

```
Y <- cbind(ROE) # costruzione del vettore della variabile dipendente ROE
X <- cbind(DE) # costruzione del vettore della variabile indipendente D/E
```

Una volta creati i vettori delle variabili del modello, è necessario che il software possa identificare quelle variabili che si riferiscono all’identificazione delle unità statistiche e dei periodi temporali, ovvero le variabili ID_firm e ID_year di cui prima:

```
pdata <- pdata.frame(mydata , index = c("ID_firm" , "ID_year")) # set delle variabili che
# si riferiscono alle unità statistiche e alle osservazioni temporali
```

Finalmente, è possibile costruire il modello di regressione con dati panel e stimare i coefficienti della retta di regressione con il seguente coding:

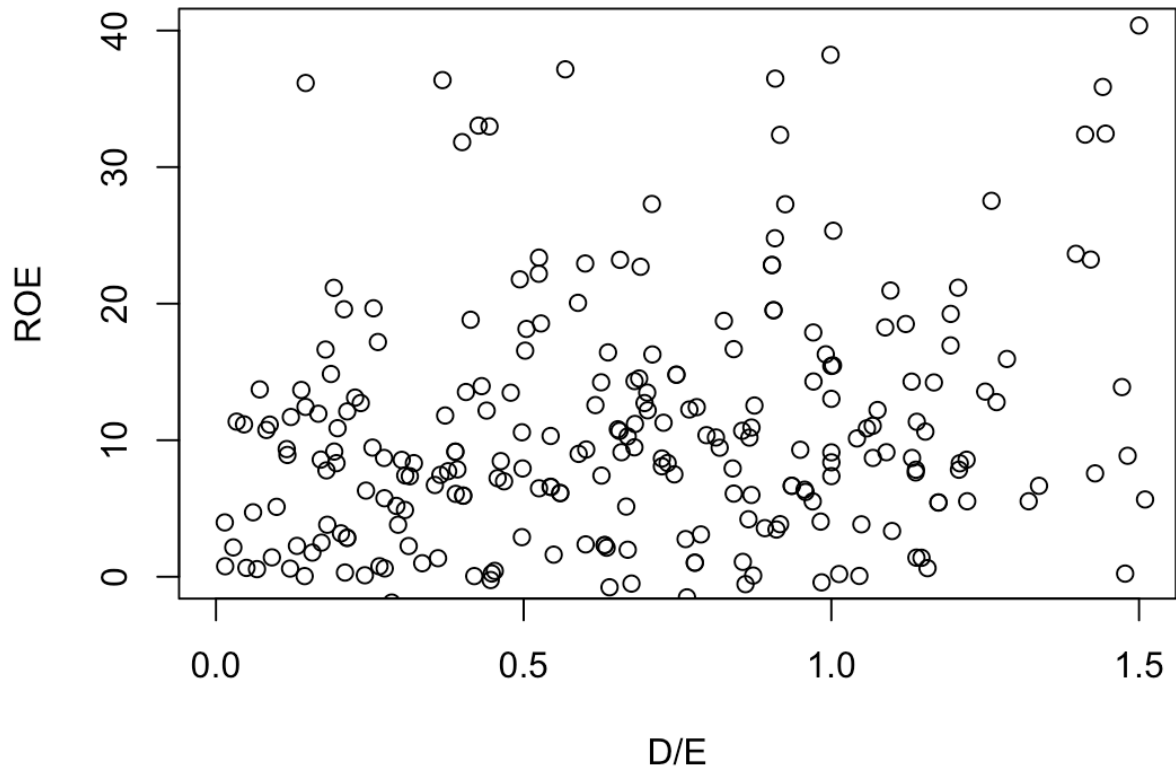
```
modello <- plm(Y ~ X , data = pdata, model = "within") # costruzione del modello di
# regressione con dati panel
coef <- fixef(modello) # stima del coefficiente
```

L’elemento “coef” è una matrice di coefficienti di regressione stimati tramite il cui utilizzo è possibile tracciare la retta di regressione.

Prima di tutto, però, è necessario costruire il grafico tramite la funzione “plot”:

```
plot(X, Y, main = "Retta di Regressione", xlab = "D/E", ylab = "ROE" , xlim = c(0, 1.5), ylim = c(0, 40))
# costruzione del plot
```

Grazie a tale funzione, R permette di costruire gli assi e di mettere sul plot tutte le osservazioni effettuate sulle variabili tenendo conto del fatto che si tratta di dati panel e che quindi sono osservate in periodi temporali diversi:



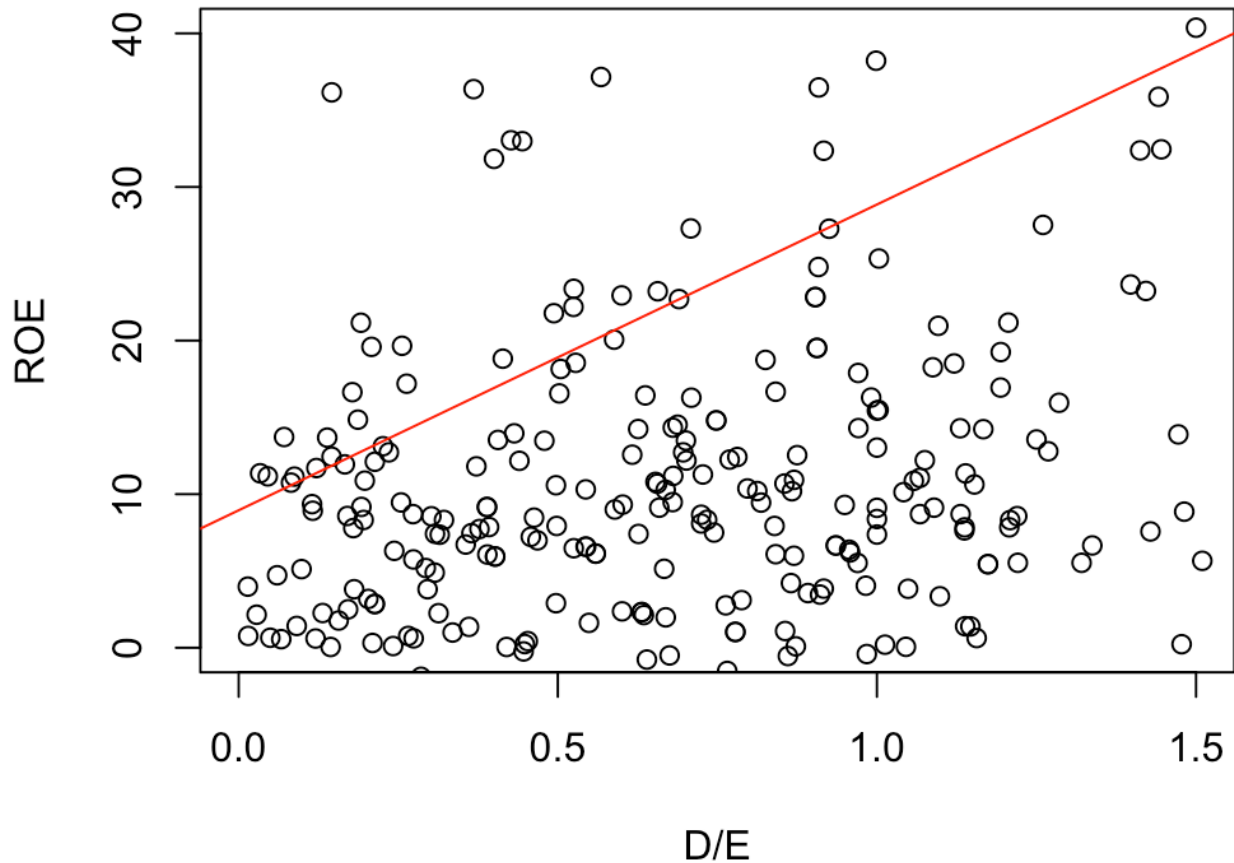
Nel plot non sono visualizzati tutti i punti, ma si tratta di uno zoom tramite i comandi “xlim” e “ylim” che permettono di restringere il plot.

Infine, con la funzione “abline” e utilizzando la matrice dei coefficienti prima stimata è possibile tracciare la retta di regressione.

```
abline(coef[1], coef[2], col = "red") # disegno la retta di regressione
```

Il risultato è il seguente:

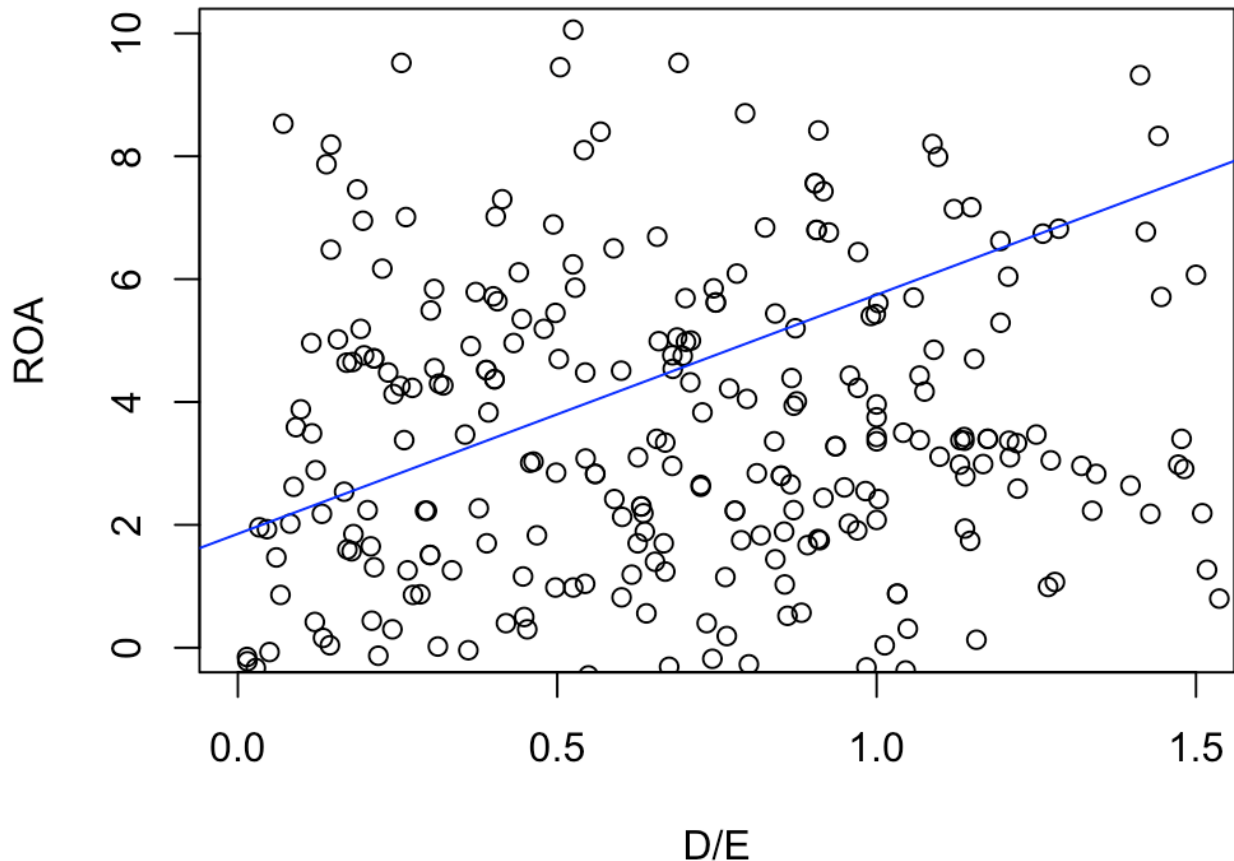
Retta di Regressione tra D/E e ROE



Il risultato ottenuto corrisponde esattamente a quello atteso: utilizzare debito per finanziare le acquisizioni porta in genere ad un miglioramento della performance. Infatti, aumentare il debito per finanziare il prezzo del deal riduce l'equity necessario e ciò porta ad un miglioramento del ROE. Tale assunzione, però, è valida fin quando il costo del debito è inferiore al rendimento complessivo dell'investimento, viceversa, utilizzare debito non migliora la performance, anzi distrugge valore.

Utilizzando esattamente il medesimo procedimento di cui sopra, è possibile tracciare la retta di regressione considerando però come variabile dipendente il ROA anziché il ROE, ottenendo il seguente risultato:

Retta di Regressione tra D/E e ROA



E anche in questo caso, come in quello precedente, il risultato ottenuto è quello atteso: aumentare il debito per finanziare l'operazione può portare a performance più elevate degli asset in cui si è investito. Ciò sempre a condizione che il rendimento degli asset operativi sia maggiore del costo del debito.

Per quanto riguarda la bontà dei modelli che sono stati costruiti in tale sezione, è stato calcolato un indicatore molto importante, ovvero l'R-squared: si tratta di una misura che indica quanto la variabilità della variabile dipendente può essere spiegata dalla variabile indipendente utilizzata nel modello. Quindi, tale misura rappresenta la proporzione della varianza totale della variabile dipendente che è spiegata dal modello. L'R-squared è un valore compreso tra 0 e 1: un valore di 0 indica che la variabili indipendente non spiega alcuna variazione nella variabile dipendente, mentre un valore di 1 indica che la variabile indipendente spiega completamente la variazione nella variabile dipendente.

Tale indicatore nei modelli di regressione con dati panel può essere interpretato come la percentuale di variazione della variabile dipendente che può essere attribuita alla variabile indipendente nel modello, tenendo conto delle variazioni trasversali e temporali.

Detto ciò, l'R-squared del modello risulta relativamente basso e pari a 9,75%: la motivazione sta nel fatto che vi sono tanti fattori che influenzano le performance di una società a seguito di un'acquisizione e, quindi, un modello che tiene conto solo della capital structure non può che essere incompleto. Tuttavia, in tale sede l'analista ha voluto concentrarsi solo su tale variabile per vedere l'effetto delle scelte di acquisition financing

sulle performance dei vari buyer analizzati, arrivando, come detto, ai risultati coerenti con la maggior parte degli studi condotti in tale ambito.

Concludendo, affinché un'operazione di finanza straordinaria abbia successo e permetta di ottenere migliori performance si è visto che vi sono tanti fattori da dover tenere a mente, ma in questa sezione si è cercato di isolare l'effetto delle scelte di finanziamento del prezzo dell'operazione da parte degli acquirenti.

Da tale analisi empirica si capisce quindi come le scelte di acquisition financing e di successiva definizione della capital structure risultino fondamentali nell'ambito di tali operazioni così complesse. Senza dimenticare, come detto, tanti altri aspetti quali una solida strategia, l'implementazione di un processo di post merger integration, dei piani per far sposare le diverse culture aziendali, corretta realizzazione e sfruttamento delle sinergie e così via.

Conclusioni

Le conclusioni che si possono trarre dalla lettura di questo elaborato sono diverse. Innanzitutto, è fondamentale che ogni organizzazione aziendale consapevole si doti internamente di un sistema di measurement delle performance, affinché possa direzionare le proprie azioni verso il raggiungimento degli obiettivi strategici.

Ciò è fondamentale anche nelle operazioni straordinarie: affinché un'operazione di finanza straordinaria si possa definire di successo questa deve generare valore e permettere alla società che la attua di realizzare performance più soddisfacenti, le quali devono essere appunto misurate.

Nel secondo capitolo ci si è soffermati in maniera dettagliata sui value driver di un'operazione di merger o acquisition: in tal senso, è stato analizzato il caso EssilorLuxottica, quale merger che ha portato all'integrazione verticale di due grandi realtà del proprio settore, dimostrando che quando il processo di integrazione a seguito della fusione è correttamente implementato e vengono sfruttati tutti i driver di valore che emergono, è possibile realizzare performance migliori e dei ritorni più soddisfacenti per tutti gli investitori.

Per quanto riguarda i fondi di private equity nello specifico, nel terzo capitolo si è discusso di quanto questi siano fondamentali per la crescita delle imprese e per la loro internazionalizzazione: quando tali fondi riescono ad apportare efficacemente le competenze manageriali di cui l'impresa necessita, questa può aumentare le proprie performance come è successo all'impresa oggetto del caso di studio, ovvero Moncler. Questa nei nove anni di investment period da parte dei fondi Eurazeo e Carlyle ha visto tutti i financial aumentare, diventando un operatore del luxury riconosciuto e apprezzato in tutto il mondo.

Nell'elaborato, però, non sono mancati i casi a titolo di esempio che hanno visto le imprese analizzate peggiorare le proprie performance a seguito di tali operazioni: si ricordano i casi Microsoft-Nokia, Daimler-Chrysler e Toy "R" Us, quest'ultima oggetto di acquisizione da parte del fondo Bain Capital.

Quindi, nell'attuare tali operazioni è necessario considerare tutte le variabili che possono poi impattare sulla performance delle società che le realizzano. In tal senso, nell'ultimo capitolo è stata approfondita la questione legata all'acquisition financing ed è stata realizzata una regressione panel tra la capital structure dei buyer dopo aver preso le proprie decisioni di finanziamento delle operazioni e le successive performance. I risultati ottenuti, come detto, sono in linea con quanto discusso in tale sede e con la maggior parte degli studi di corporate finance in tale ambito: fin quando il rendimento degli asset operativi è maggiore del costo del debito, allora prendere a prestito per finanziare l'acquisizione può aumentare le performance future.

Bibliografia

- Di Lazzaro Fabrizio, Musco Gianluca, “Analisi aziendale, Metodi e Strumenti” (2021)
- Pinto Eugenio, “Di taluni aspetti della valutazione del capitale economico delle aziende” (2021)
- Stowell David P., “Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity” (2018)
- Dalocchio Maurizio, Lucchini Gianluigi, Pirrone Chiara, “Mergers & Acquisitions” (2021)
- Gaughan Patrick A., “Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring” (2018)
- Ferro Carlo Maria, “Pianificazione e controllo, Eseguire la strategia per creare valore” (2020)
- Capasso, A., Meglio, O., “Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze” (2010)
- Davis D.A. “M&A Integration: How to do it. Planning and delivering M&A integration for business success” (2012)
- Dreher M., Ernst D. “Mergers & Acquisitions: Understanding M&A Processes for Large and Medium Sized Companies”, Springer (2022)
- Vinod K., Sharma P. “An Insight Into Mergers & Acquisitions: A Growth Perspective” Palgrave Macmillan (2019)
- Demaria, Cyril. “Introduction to Private Equity” (2013)
- E. Pontarollo, M. Casè. “Il private equity e l’industria italiana” (2007)
- G., Forestieri, “Corporate & Investment Banking” (2011)

Paper e annual report

- Annual report EssilorLuxottica 2019, 2020, 2021, 2022
- Annual report Moncler 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019
- Assessment of value creation in private equity: the acquisition of Burger King by 3G Capital, 2016 – Daniel Hoene
- EY M&A Barometer – Review 2022 e Preview 2023, 2023 – Ernst & Young
- Guidance Statement on Private Equity, 2012 - CFA Institute
- Integration: The Critical M&A Success Factor, 2015 - Venema, W.H.
- The DaimlerChrysler merger – A cultural mismatch?, 2010 – Hollman, Carpes, Beuron
- The long-term performance of acquiring firms: A reexamination of an anomaly, 2009 - Dutta, S., Jog, V.
- The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and acquisitions, 2014 - Fiorentino R, Garzella S.
- The Toys “R” Us LBO, 2017 – Stowell D.P. and Raino M.

Sitografia

www.bancaditalia.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.capitaliqpro.spglobal.com

www.corporatefinanceinstitute.com

www.corriere.it/economia

www.it.wikipedia.org/wiki/Moncler

www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.refinitiv.com

www.slidebean.com/story/microsoft-nokia-acquisition