



**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E
MANAGEMENT**

Corso di Laurea in Economia e Management

Cattedra di Economia Aziendale

**“Il leveraged buy-out: aspetti teorici
sull’operazione e la sua congiuntura con il
Private Equity”**

Prof. Giovanni Fiori

Relatore

Giorgio D’Angelo 265141

Candidato

Anno Accademico 2023/2024

Indice

Introduzione	3
Capitolo 1: Il Leveraged Buyout	5
1.1: Cenni Introduttivi	5
1.2: Excursus storico sulle operazioni di LBO in America	12
1.2.1: La nascita negli anni '70, l'ascesa e la crisi di fine Novecento	12
1.2.2: Il LBO nel nuovo secolo	17
1.2.3: Approfondimento di un trend attuale: US' LBO market has gone private	24
1.3: Tipologie di LBO	27
Capitolo 2: La strutturazione dell'operazione	33
2.1: Soggetti coinvolti nell'operazione	33
2.2: La candidata perfetta	39
2.2.1: L'ambiente esterno ottimale dove ricercare la target	40
2.2.2: L'analisi patrimoniale	42
2.2.3: L'analisi finanziaria	44
2.2.4: L'analisi sulla redditività	45
2.3: La costituzione della NEWCO	50
2.4: Il finanziamento del LBO	51
2.4.1: Secured Debt	54
2.4.2: High Yield Bonds	57
2.4.3: Bridge Loans	58
2.4.4: Mezzanine Debt	59
2.4.5: Capitale di Rischio	61
2.5: Tipologie di Exit	63
2.5.1: Bancarotta	64
2.5.2: IPO	65
2.5.3: Vendita della <i>target</i> ad un'altra azienda (<i>strategic sale</i>)	66
2.5.4: Secondary-buyout	67
2.5.5: IPO vs M&A Sales Process	68
2.5.6: Le tempistiche di <i>exit</i>	69
2.6: Pro e Contro del LBO	72
2.6.1: Vantaggi	73
2.6.2: Svantaggi	75
Capitolo 3: La congiuntura con il mondo del PE	78
3.1: Excursus storico sulle operazioni di PE	79
3.1.1: I fondi di PE, dalla nascita alla crisi del 2008	79
3.1.2: Lo scorso decennio per il PE	82
3.1.3: Dal 2020 ad oggi	86
3.2: Il punto di contatto tra i due mondi	92
Conclusioni	93
Bibliografia	96

Sitografia99

Introduzione

L'operazione del *Leveraged buyout* (LBO), comunemente definita “acquisizione tramite indebitamento” è stata, ed è ancora oggi, un tema assai dibattuto nel mondo della finanza. Questa operazione, divenuta celebre in America dagli anni '80 del secolo scorso, è annoverata tra le strategie più complesse della finanza straordinaria, ed è parte del più vasto mondo dei *buyout*. Quest'ultimi, i quali sono strumenti che permettono ad un'azienda di completare l'acquisizione di un'altra (definita società *target*), si tramutano in *leveraged buyout* nel caso in cui una vasta porzione del prezzo di acquisto delle *target* sia finanziata tramite debito, e non capitale di rischio. Il presente elaborato, sviluppato attorno a tre capitoli principali, ha l'obiettivo sia di delineare con chiarezza il processo di LBO, approfondendo in particolare alcune fasi che lo coinvolgono, che di contestualizzare l'operazione stessa a livello cronologico ed economico. Con riferimento a quest'ultimo punto, oltre a fornire un *excursus* storico dell'operazione citata, l'elaborato tratterà un *trend* attuale che la sta coinvolgendo; inoltre, vi sarà un'intera sezione dedicata al mondo del *private equity*, sempre più associato ed associabile al LBO.

In particolare, il primo capitolo fornirà una descrizione tanto generale quanto completa dell'operazione, utile per ottenere una visione a 360° della stessa tramite la delineazione delle tipiche fasi che la coinvolgono. Successivamente, sarà presentato il già citato *excursus* storico il quale coprirà, nella sua interezza, un arco temporale di quasi un secolo, nonostante il capitolo sarà incentrato sugli ultimi quarantacinque anni dello stesso. Questa panoramica storica coprirà anche il tema della sempre maggiore preminenza del finanziamento privato nel mondo dei *buyout*.

Infine, il primo capitolo terminerà con l'estrinsecazione delle varie tipologie di LBO attuabili, con una descrizione dei vantaggi e svantaggi di ognuna di esse.

Il secondo capitolo invece permetterà di approfondire l'operazione in questione, con una dettagliata descrizione sia delle principali fasi dell'operazione, che dei soggetti coinvolti in questa. Inoltre, sarà presente una sezione con la finalità unica di delineare l'archetipo della perfetta candidata a ricevere un'operazione di LBO. Successivamente sarà trattato un tema fondamentale in questo contesto, quello dell'*exit* dall'investimento. Durata

dell'investimento e tipologie di *exit* saranno gli argomenti principali di questa sezione. È necessario ricordare come la suddetta operazione sia connotata, nella maggior parte dei casi, da un fine essenzialmente speculativo, ed è quindi intrinseca all'operazione stessa la temporaneità della sua durata. Il capitolo terminerà con un bilancio, tra vantaggi e svantaggi, del LBO in generale.

Infine, con riferimento al terzo capitolo, questo si “discosterà” leggermente da quanto precedentemente descritto, dato che fornirà una descrizione del mondo del *private equity*, oltre che della sua evoluzione. L'analisi di questa *industry* è prodromica alla descrizione dei sempre maggiori punti di contatto tra la stessa e l'operazione in questione.

Capitolo 1: Il Leveraged Buyout

1.1: Cenni Introduttivi

“Il Leveraged Buy-Out (di seguito LBO), ovvero “acquisizione tramite indebitamento”, è una tecnica di acquisto di una partecipazione (totalitaria o di controllo) di una società, di un’azienda, di un ramo d’azienda o di un gruppo di attività, che ha come caratteristica quella di ricorrere al debito per finanziare la maggior parte del valore di acquisto. Infatti, in media, la componente del debito riveste il 60% - 70% del prezzo di acquisto della società bersaglio, ed in alcuni momenti storici è arrivato a rappresentare addirittura il 90% dello stesso¹. Il rimborso del debito così contratto è collegato alla generazione di flussi di cassa e/o alla cessione di attività² della *target*”³. “In genere, l’operazione si svolge costituendo una nuova società (detta *newco* oppure SPV⁴), caratterizzata da un forte indebitamento, e procedendo all’acquisto della società d’interesse, comunemente denominata società *target*. A questo punto, solitamente, si procede ad un’operazione di fusione per incorporazione tra le due società, con conseguente traslazione del debito sulla società acquisita. Si parla, in questo caso di fusione e acquisizione. Di fatto, le operazioni di *leverage buy-out* hanno ad oggetto società caratterizzate da una solida situazione patrimoniale; infatti, la società acquirente offre a garanzia dei finanziamenti ricevuti le azioni delle società da acquisire o parte dei beni che ne costituiscono il patrimonio”⁵.

Da queste definizioni formali si evince che le caratteristiche fondamentali di questa operazione finanziaria, la prima delle quali rende la stessa altamente rischiosa, sono: (i) l’ampio ricorso al debito, ripagato in parte dai flussi di cassa della società *target*, (ii) l’utilizzo degli asset della società *target* come garanzia del debito, (iii) la finalità di controllo della *target* e (iv) l’uscita “temporanea” della società *target* dal mercato azionario. Il termine “temporaneo” è pertinente poiché, soprattutto quando sono coinvolti gruppi finanziari simili a fondi di *private equity*, società di *venture capital* o altri tipi di

¹ “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

² La cessione delle attività e dei cespiti di un’azienda è comunemente definita *asset stripping*

³ Definizione della Treccani

⁴ SPV è l’acronimo di *Special Purpose Vehicle*

⁵ Definizione di Borsa Italiana

specialisti di *buyout*, la transazione di LBO sarà poi “convertita” in un'offerta pubblica⁶. L'obiettivo è infatti quello di aumentare la redditività dell'azienda privata e quindi di incrementare il valore di mercato, in vista di una futura IPO.

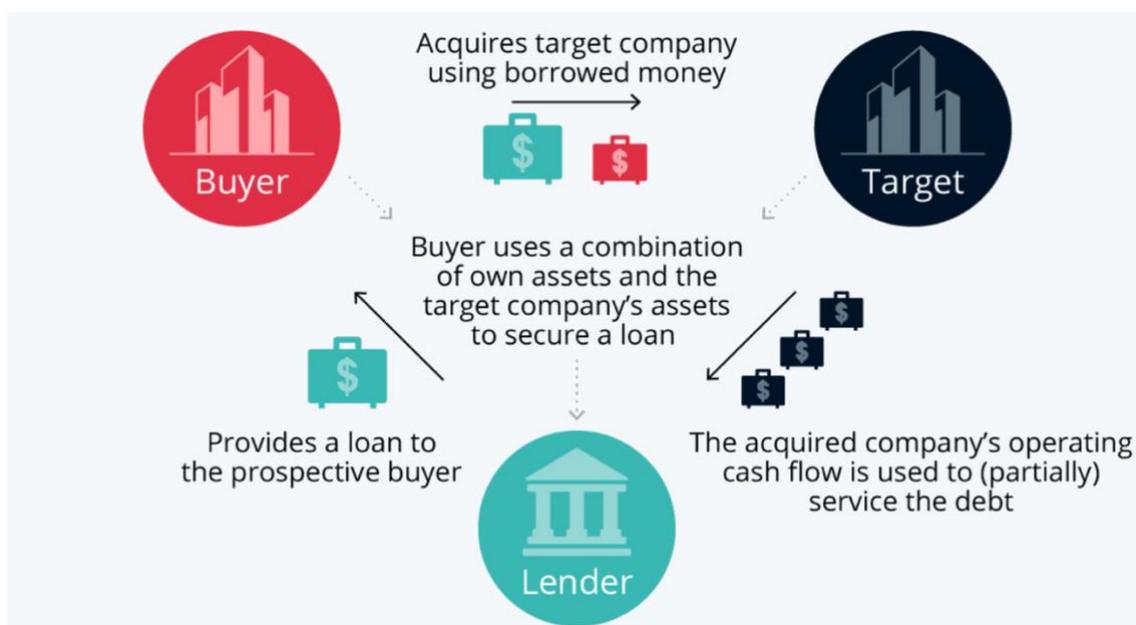


Figura 1: “What is a Leveraged Buyout”, Statista

Quanto alla prima caratteristica, è doveroso definire il cosiddetto “effetto di leva finanziaria” (o *leveraged*). “Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative”⁷. Il rendimento è dato dalla seguente formula:

⁶ Nella maggior parte dei casi l'azienda *target* è quotata e viene acquisita tramite LBO per incrementarne il valore e ri-quotarla sui mercati azionari. Esistono, tuttavia, casistiche di LBO su società non quotate già in origine

⁷ Definizione Consob

$$ROE^8 = [ROI^9 + (ROI - NBC^{10}) \times Q^{11}] \times (1 - t)$$

Sostanzialmente, la componente di debito permette all'investitore sia di effettuare operazioni molto più onerose di quelle che sarebbe in grado di sopportare, che di guadagnare, o perdere, dallo spread (ROI – NBC) “gratuito” dei tassi. Si evince come “l’effetto di leva finanziaria è pertanto un pericoloso moltiplicatore della redditività, che può agire positivamente (se ROI > i) o negativamente (se ROI < i), con effetti tanto più forti quanto più è elevato il rapporto debiti finanziari/patrimonio netto”¹². La componente di debito, come anticipato precedentemente, ammonta a circa il 60% - 70% della struttura di finanziamento dell’operazione, e fornisce un ulteriore beneficio economico grazie al risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi. Più avanti sarà presentato un *excursus* storico con l’obiettivo di fornire maggiori informazioni sulla percentuale di debito utilizzata durante le operazioni di LBO in varie fasi temporali. Questa componente di debito però è raccolta tramite l’emissione di vari tipi di prestiti (*loans*), titoli e altri strumenti finanziari caratterizzati da *seniority* e *security status* differenti. Ovviamente, la componente restante del prezzo di acquisto dell’azienda *target* è generalmente finanziata tramite un contributo di capitale (*equity*) da parte di uno o più *sponsor* finanziari¹³.

⁸ Definizione Borsa Italiana: “Il ROE (*Return On Equity*) è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l’utile netto per i mezzi propri (ROE = Utile Netto/Capitale Proprio * 100). L’indicatore viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all’azienda dai soci. L’indicatore può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Il ROE non è solo determinato dalle scelte compiute nell’ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale”

⁹ Definizione Treccani: “ROI (*return on investment*) è il tasso di rendimento (*return*) sul totale degli investimenti (*investment*) di un’impresa. Si ottiene facendo il rapporto fra il risultato operativo e il totale del capitale investito operativo netto. Il numeratore è il risultato della gestione caratteristica, escludendo proventi e oneri relativi alla gestione straordinaria; il denominatore è la somma impiegata nei soli investimenti caratteristici dell’attività d’impresa al netto dei rispettivi fondi ammortamento e di eventuali accantonamenti. Il ROI è un indicatore di efficienza nell’uso delle risorse a disposizione dell’azienda per produrre utili mediante la sua attività caratteristica. Può essere scomposto nel prodotto di due fattori: margine operativo sulle vendite e tasso di rotazione dell’attivo caratteristico. Il primo è dato dal rapporto fra utile netto operativo e totale delle vendite, il secondo dal rapporto fra totale vendite e totale dell’attivo caratteristico dell’impresa”

¹⁰ *Net Borrowing Cost*: costo dell’indebitamento (spesso definito *i*)

¹¹ *Q* rappresenta il *debt/equity ratio* (debiti finanziari/patrimonio netto)

¹² “Economia Aziendale”, G. Fiori, R. Tiscini, Egea, 2020

¹³ “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

Un'utile analogia, con l'intento di chiarire il funzionamento del LBO, può essere quella di un individuo che acquista una proprietà immobiliare, ricorrendo in larga proporzione ad un mutuo, con l'obiettivo di diventarne locatore. Una parte degli introiti mensili derivanti dal contratto di locazione sarà poi utilizzata per ripagare il mutuo contratto. Anche in questo caso la maggior parte del valore del bene oggetto di locazione è finanziato tramite una forma di debito, il mutuo. Inoltre, questo debito rientra nel novero dei *secured loan*, ovvero quei prestiti contraddistinti dalla presenza di un *collateral*, l'immobile stesso in questo caso, come garanzia del prestito; nel caso del LBO invece, come anticipato, i *collateral* sono le azioni o i cespiti della società target. Infine, l'investitore immobiliare può apportare dei miglioramenti alla proprietà per aumentarne il valore; nel caso del LBO invece, il promotore dell'operazione (*sponsor*) migliora l'efficienza e la *performance* dell'impresa, per rivenderla poi ad un prezzo maggiore.

Il vantaggio dell'operazione è quindi quello di poter acquisire il controllo di una società, o di un ramo di essa, riducendo l'esposizione finanziaria dei cosiddetti *sponsor*, e permettendo loro di considerare acquisizioni di società molto onerose. L'obiettivo finale di quest'ultimi è quello di realizzare un buon ritorno tramite la realizzazione di una *exit* (solitamente sottoforma di vendita o IPO). L'IPO è una "particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o sottoscrizione finalizzata alla quotazione su un mercato regolamentato. In questo modo una società ottiene la diffusione dei propri titoli tra il pubblico, ovvero la cosiddetta creazione del flottante"¹⁴. Tornando all'obiettivo primario del LBO, gli *sponsor* ambiscono, in media, ad un rendimento annualizzato compreso tra il 15% e il 20%, e un'uscita dall'investimento entro cinque anni. Il LBO quindi, che rientra tra le operazioni di finanza straordinaria di *Merger and Acquisition* (M&A), si presta soprattutto per la ristrutturazione ed il rilancio aziendale. Come anticipato, l'archetipo della società oggetto di LBO possiede flussi di cassa stabili e tendenzialmente prevedibili, oltre che un patrimonio consistente. Il *Free Cash Flow* generato è necessario a ripagare gli interessi e a ridurre il capitale di debito, mentre una solida *asset base* permette di ottenere un maggior importo di *secured debt* (debito garantito), meno costoso e quindi più conveniente. Inoltre, durante l'*investment horizon*, solitamente di cinque anni appunto, i promotori dell'operazione mirano ad ottimizzare la *performance* finanziaria e

¹⁴ Definizione Borsa Italiana

operativa della società *target*. Queste ultime fattispecie, ovvero il rimborso del debito e la crescita dei flussi di cassa (derivante appunto dall'ottimizzazione della *performance*), hanno l'obiettivo di aumentare il valore della *target* (anche detto *equity value*¹⁵) e di conseguenza i rendimenti degli *sponsor*.

Tutte queste caratteristiche, che oggettivamente denotano un elevato grado di rischio complessivo, hanno suscitato dubbi di natura economica, etica, giuridica e finanziaria, alimentati ulteriormente dall'alone di complessità che ruota attorno all'operazione stessa. A titolo esemplificativo, da un punto di vista fiscale la strutturazione dell'operazione porta con sé la compensazione intersoggettiva dei redditi della società *target* con quelli del veicolo utilizzato per l'acquisizione (c.d. *Bid-co*)¹⁶. Inoltre, tramite questo tipo di attività avviene un effetto traslativo del debito, dalla società acquirente alla stessa società bersaglio. I dibattiti da essa generati saranno approfonditi in una sezione dedicata.

Fatte queste doverose premesse si può adesso esplicitare l'implementazione di un tipico processo di LBO. Quest'ultimo è composto infatti da vari *step*: (i) l'identificazione e la selezione dell'azienda bersaglio; (ii) la selezione degli intermediari finanziari e degli *advisor* che assisteranno lo/gli *sponsor*; (iii) la redazione di un *business plan* che accerta la sostenibilità del *business model* dell'azienda *target*; (iv) l'identificazione degli investitori con cui condividere il capitale; (v) la costituzione del veicolo societario *newco*, solitamente creato apposta per l'operazione; (vi) la negoziazione delle linee di credito necessarie per l'integrazione del capitale della *newco*, al fine di consentire il pagamento del prezzo accettato dai proprietari dell'impresa *target*; (vii) l'acquisizione, da parte della *newco*, delle azioni della *target* e (viii) la fusione per incorporazione, nella maggior parte dei casi, tra la *newco* e la *target*¹⁷.

In estrema sintesi quindi, i passaggi fondamentali sono i seguenti:

1. Creazione di una nuova società (*newco* o SPV) e raccolta di capitale;

¹⁵ Secondo quanto riportato dal manuale "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020, l'*equity value* è dato da il prodotto tra il prezzo della singola azione e il numero di *fully diluted shares outstanding*

¹⁶ "Leveraged buy-out e mutamento dell'assetto proprietario", Gian M. Committeri, Abuso del Diritto, 2019

¹⁷ "The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market", J.M. Pinto, SSRN Electronic Journal, 2021

2. Ottenimento dei vari finanziamenti;
3. Acquisizione dell'azienda *target*;
4. Fusione per incorporazione di quest'ultima con il veicolo societario creato *ad hoc*

Vorrei sottolineare come quest'ultimo passaggio possa delinarsi in due configurazioni: incorporazione diretta (*forward merger*), tramite la quale la società bersaglio viene incorporata dalla *newco*, e incorporazione indiretta (*reverse merger*), dove è invece la *target* ad incorporare il veicolo societario di nuova costituzione.

L'immagine proposta di seguito delinea appunto le attività ed i cash flow coinvolti in un'operazione di LBO.

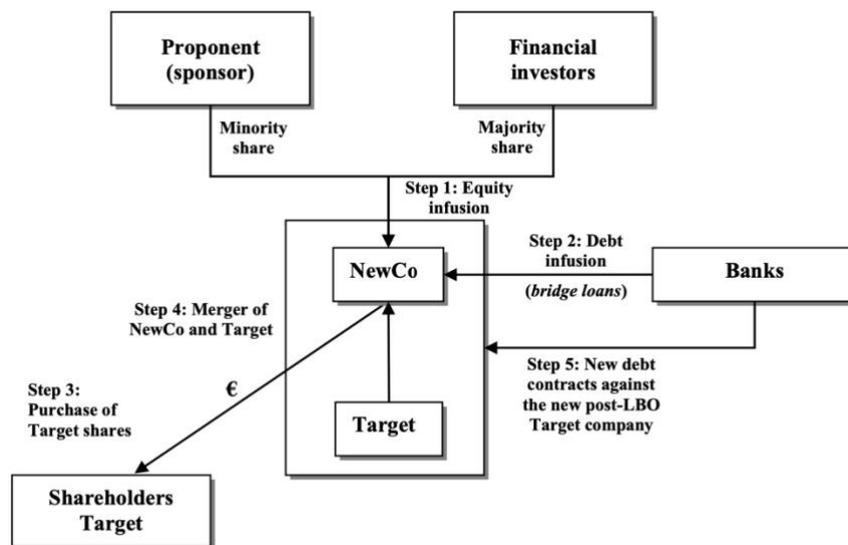


Figura 2: “Activities and cash flows involved in an LBO transaction”, da :“Leveraged Acquisitions: Technical and Financial Issues”, V. Capizzi, 2005

Per concludere questo capitolo introduttivo, è necessario infine focalizzarsi su un ultimo aspetto: la sempre più comune presenza di un certo tipo di investitore istituzionale nelle operazioni di LBO. Solitamente, infatti, questo genere di attività è condotta da un fondo di *private equity*, il quale arriva a raccogliere anche il 70% del prezzo di acquisto della *target*. I motivi alla base di questo ampio utilizzo del LBO da parte di questa tipologia di investitori istituzionali sono:

- l'aspetto semi-speculativo che caratterizza l'operazione. Tramite l'utilizzo della leva finanziaria, il fondo può ambire a ROE e IRR elevati, sopportando tuttavia un elevato grado di rischio;
- le competenze uniche di questi soggetti che ambiscono a migliorare la *performance* finanziaria della *target* e far crescere l'attività esistente (anche attraverso future acquisizioni *bolt-on*). Sia il rimborso del debito che la crescita del flusso di cassa servono ad aumentare il valore dell'*equity* e a incrementare i rendimenti potenziali;
- il trend di privatizzazione dei mercati finanziari¹⁸ e la contestuale presenza di una sempre maggior liquidità in quest'ultimi;
- la nascita dei *club deals*, ovvero operazioni di LBO eseguite da due o più fondi di PE, che da un lato riducono il rischio per quest'ultimi e dall'altro consentono di raccogliere grandi quantità di capitali, ad oggi ottenibili solo tramite i *public credit markets*.

Il ruolo del *private equity* nell'esponentiale diffusione di questa operazione, oltre che la congiuntura tra le operazioni di LBO ed i fondi stessi, saranno approfonditi in seguito, nell'ultimo capitolo di questo elaborato.

¹⁸ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020: "Due to the proliferation of private investment vehicles (e.g., private equity firms, family offices, hedge funds, and pension funds) and their considerable pools of capital, LBOs have become an increasingly large part of the bank lending, capital markets and M&A landscape"

1.2: Excursus storico sulle operazioni di LBO in America

Nonostante il valore totale delle società acquisite tramite la tecnica del LBO tra il 1970 ed il 2007 sia stato stimato attorno a 3,6 trilioni di dollari, ben 2,7 trilioni di questi riflettono il valore delle acquisizioni avvenute solo in sei anni, tra il 2001 ed il 2007. Inoltre, nonostante gli scossoni finanziari che hanno contraddistinto il periodo compreso tra il 2008 ed il 2020, il valore totale delle società acquisite tramite LBO in questo arco temporale ammonta a circa 3,1 trilioni di dollari americani¹⁹. Stando a quanto rilasciato da *Refinitiv Deals Intelligence*, le transazioni di *buyout* globali hanno raggiunto 462 miliardi nel 2020. Tutti questi dati evidenziano l'evoluzione della rilevanza del LBO nel tempo; come si può notare, il valore cumulato delle società oggetto di LBO nei primi trentasette anni della sua storia è tutto sommato simile a quello delle società *target* tra la crisi dei mutui *sub-prime* e la crisi del Covid 19. Questo dato, seppur “sporcato” dal fatto che, in media, la maggior parte delle società ha visto accresciuto il proprio valore nominale negli ultimi cinquant'anni, è pur sempre molto identificativo. L'ascesa e la consolidazione della tecnica del LBO saranno oggetto di questa sezione, all'interno della quale sarà anche fornita una descrizione di un *trend* particolarmente interessante che la coinvolge oggi. La parte iniziale descrive il primo sviluppo in America.

1.2.1: La nascita negli anni '70, l'ascesa e la crisi di fine Novecento

La tecnica finanziaria del LBO, la quale ha raggiunto, in America, il picco di popolarità negli anni '80, ha origini “lontane”, nonostante venisse inizialmente applicata solo in una forma definibile come primordiale. Un caso speciale riguardò Jim Casey, il fondatore di United Parcel Service (UPS), che convinse i *manager* della società a riacquistare tutte le azioni della stessa nel 1933, durante la famosa Grande Depressione²⁰. I veri cosiddetti LBO *ante-litteram*, tuttavia, iniziarono ad essere praticati solo all'inizio degli anni '60 da alcuni imprenditori americani, che utilizzavano, per acquisire società di piccole dimensioni, sia finanziamenti esterni di debito garantito, chiamati *secured loan*, che la tecnica della leva finanziaria. Le caratteristiche di suddette società bersaglio erano

¹⁹ “The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market”, J.M. Pinto, SSRN Electronic Journal, December 2021

²⁰ Fonte: Luiss Slides - <http://docenti.luiss.it/protected-uploads/822/2016/10/20161019110844-Lecture-8-Leveraged-buyout.pdf>

solitamente: (i) un basso grado di rischio del *core business*, (ii) la presenza di *cash flow* sostanzialmente costanti, e (iii) un fatturato raramente maggiore ai venti milioni di dollari²¹. Uno stravolgimento parziale si verificò all'inizio degli anni '70, quando, la combinazione dell'introduzione dell'utilizzo di una parte di capitale di rischio personale e della diffusione degli *unsecured loan*, nei quali la garanzia per i finanziatori non era più rappresentata dagli *asset* della società *target*, bensì dai futuri e incerti flussi di cassa della stessa, si aggiunse ai veri fattori che decretarono il successo delle operazioni di LBO: il *going private*²² e la *decglomeration*²³. Innanzitutto, vale la pena "spendere" due parole sul concetto di debito non garantito (*unsecured loan*), il quale, come si avrà modo di vedere più avanti, rivestirà un ruolo cruciale delle operazioni di LBO. Questa forma di debito non richiede nessun tipo di *collateral* come garanzia, poiché si affida esclusivamente sulla cosiddetta *creditworthiness* di colui che prende a prestito il capitale. La contropartita di questa assenza di garanzia è ovviamente il maggior costo di questa forma di debito. Con riferimento al *going private*, invece, si intende un'operazione commerciale consistente nell'acquisto sul mercato di azioni di una *public corporation*, con conseguente trasformazione giuridica della società in una *private company*, con lo scopo di concentrare la proprietà e la direzione nelle mani di un ristretto gruppo di persone (*takeover*). Il tema delle privatizzazioni assunse un ruolo centrale nella diffusione del LBO, difatti, "negli anni '70 questa forma di acquisizione fu pienamente delineata ed iniziò a svilupparsi a partire dagli Stati Uniti"²⁴. Per quanto riguarda il termine *decglomeration*, infine, si fa riferimento alla cessione di attività non strategiche al *core business* di una società, evento che avveniva e avviene ancora oggi soprattutto nelle grandi *holding*. Inoltre, "Il successo di queste operazioni di LBO instaurò la parzialmente errata convinzione che ogni attività speculativa di questo genere avesse esito positivo e assicurasse ottimi guadagni"²⁵. Fattori dell'idea della centralità della componente

²¹ "Leveraged buy-out. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali", A. Morano, DeAgostini, 1989

²² Definizione Investor.gov, U.S. securities and exchange commission: "When a public company is eligible to deregister a class of its equity securities, either because those securities are no longer widely held or because they are delisted from an exchange, this is known as going private"

²³ Definizione M&C Partners Website: "High stock prices of '60s motivated private corporations to go public and allow entrepreneurs to enjoy the profit. Even firms that are not of high quality had their stocks absorbed rapidly by the bull market. But when the stock lowered between 1972 and 1974, so did the low-quality companies and their prices. As a result, managers of some of the companies that went public in the 1960s chose to take their companies private in the 1970s and 1980s. There was a so-called de-conglomeration"

²⁴ "Nuovi strumenti finanziari. Il leveraged buy out (LBO)", V. Tedde, Franco Angeli, 2005

²⁵ Ibid., "Leveraged buy-out. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali", A. Morano, DeAgostini, 1989

psicologica furono Nicholas Wallner e J. Terrence Greve che scrissero, nel loro libro “*How to Do a Leveraged Buyout or Acquisition*”, pubblicato nel 1982, quanto segue: “si percepisce un cambiamento nell’atteggiamento psicologico dell’ambiente finanziario in America, riconoscendo che dal punto di vista sostanziale le acquisizioni di società tramite utilizzo della tecnica della leva finanziaria non sono così diverse dagli acquisti di immobili effettuati con capitali presi a prestito e garantiti da ipoteca sull’immobile oggetto dell’acquisto”. Questa scia di ottimismo fu cavalcata e consacrata da colossi quali KKR & CO (precedentemente nota come Kohlberg Kravis Roberts & Co), che nacque proprio nel 1976. Questo fondo di *private equity*, specializzato proprio nel segmento del *leveraged buyout*, ha compiuto nella sua storia operazioni di PE²⁶ per un valore cumulato di oltre 400 miliardi di dollari. Proprio nel 1977, per mano di KKR, venne acquisita AJ Industries. Il prezzo di acquisto ammontava a ben 26 milioni di dollari, dei quali solo 1,7 milioni finanziati tramite *equity*. Come precedentemente anticipato, quantomeno in America, il picco del LBO si registrò negli anni ’80. Come sottolineato da Opler e Titman, tra il 1979 e il 1989 la capitalizzazione di mercato delle transazioni pubblico-private nei soli Stati Uniti ha superato i 250 miliardi di dollari. Il contesto perfetto si creò grazie ad una serie di avvenimenti, tutti culminati in quell’arco temporale. Tra questi, i più rilevanti furono: (i) il livello dell’inflazione e dei tassi d’interesse; (ii) la presenza di una quantità elevata di liquidità nel sistema economico; (iii) l’attività borsistica sempre più sviluppata; (iv) il coinvolgimento attivo di banche e fondi²⁷ in queste operazioni, e (v) l’approvazione della riduzione dell’aliquota sul *capital gain* dal 49,5% al 28%. Secondo Michael C. Jensen, il sempre maggiore coinvolgimento dei fondi di PE fu il vero e proprio propulsore per lo sviluppo di questo genere di operazioni, infatti “dato che le società di *private equity* sono diventate il principale fornitore di capitale nel LBO, e queste promuovono compensi manageriali basati sulla *performance*, strutture di capitale ad alta leva finanziaria e una forma di *governance* attiva, le società oggetto di LBO sono più di valore rispetto a quelle società pubbliche con azionisti dispersi, bassa leva finanziaria e *governance* aziendale debole”²⁸. “E’ da questo momento che si concretizza una vera e propria esplosione delle

²⁶ PE è il corrispettivo di *Private Equity*

²⁷ Nel 1980 iniziarono ad essere compiuti investimenti del genere anche da parte dei *pension funds*

²⁸ “Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy”, Michael C. Jensen, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1989

operazioni di LBO negli Stati Uniti sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo”²⁹. In questa fase, infatti, si concretizzarono operazioni di LBO più aggressive, i rendimenti iniziarono ad essere sempre più sostanziosi e il grado di leva sempre più sproporzionato a favore della componente debito. È inoltre utile ricordare che, in questo periodo, “il valore dell’operazione e l’entità delle fonti di finanziamento non furono più calcolati in base al valore dei singoli *asset* dell’azienda *target* ma derivarono dal valore economico e dai flussi di cassa attesi dell’operazione”³⁰. Quest’ultimo aspetto rese questo tipo di operazioni sempre più “elitario”. Difatti, coloro che avevano i requisiti patrimoniali e reputazionali per ottenere certi tipi di finanziamenti (garantiti ormai quasi esclusivamente dagli assai aleatori *cash-flow* della società *target*), erano sempre meno. In questa fase quindi, il LBO cessò definitivamente di essere diffuso tra i “piccoli” imprenditori americani e divenne definitivamente consacrato tra le operazioni di finanza straordinaria adottate da grandi banche e fondi. Altri ritengono che “la drammatica impennata delle attività di LBO negli anni ’80 sia stata resa possibile dall’emergere del mercato obbligazionario ad alto rendimento come fonte dominante di finanziamento per il debito di grado speculativo”³¹. Gli anni ’80 però rappresentarono, per il mondo del LBO, sia il momento più eminente, che quello antecedente al tracollo, come si evince dal grafico seguente. Mentre all’inizio del decennio il *default* era molto raro tra le società oggetto di LBO, entro la fine dello stesso, l’eccessiva speculazione e le operazioni sproporzionatamente costose e con alta leva divennero piuttosto comuni. Molto interessante, all’interno del grafico, è sicuramente la linea rossa, la quale evidenzia il valore cumulato delle operazioni di LBO in proporzione alla *market capitalization* del mercato statunitense. Si vede come dal 1988 a circa il 1990 questo valore sia crollato, passando da circa il 3,25% nel 1988 a circa lo 0,3% nel 1990. Difatti, a seguito di numerosi fallimenti aziendali di alto profilo, il mercato dei titoli spazzatura (*junk bond*)³², chiave per le operazioni di LBO, impluse nel 1989.

²⁹ “Il leveraged buyout”, P. Montalenti, Giuffrè, 1991

³⁰ “*Leveraged buy-out*. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali”, A. Morano, DeAgostini, 1989

³¹ Fonte: “U.S. Leveraged Buyouts: The Importance of Financial Visibility”, Liberty Street Economics, H. Mehran, S. Peristiani, 2013

³² Definizione Borsa Italiana: “Le obbligazioni spazzatura, denominate anche *junk bond*, sono titoli obbligazionari emessi da società ad alto rischio di insolvenza e che incorporano un elevato rendimento atteso. Hanno un *rating* inferiore a Baa (per Moody's) oppure BBB (per Standard and Poor's) e vengono classificate come "speculative grade bond" (obbligazioni speculative)”

Boom-and-Bust Cycles in U.S. LBO Activities: Completed Transactions, 1980-2012

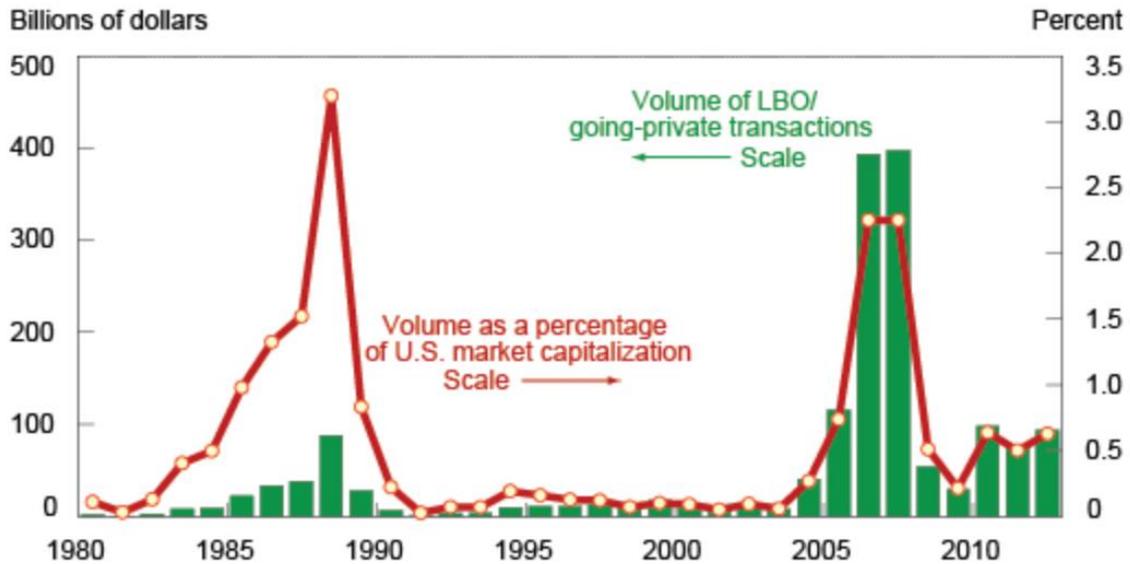


Figura 3: Fonte “U.S. Leveraged Buyouts: The Importance of Financial Visibility”, Liberty Street Economics, H. Mehran, S. Peristiani, 2013

Tra gli esempi più eclatanti, si può citare quello del *deal* tra KKR e RJR Nabisco; questo, che rappresentò la più grande operazione di LBO dell'epoca, provocò una serie rilevante di perdite. Uno studio di Asquith, Mullins e Wolff ha scoperto che dei *junk bond* emessi tra il 1977 e il 1982, un terzo aveva originato insolvenze alla fine del 1988³³. A seguito di questo genere di eventi, l'interesse per le operazioni di LBO si ridusse notevolmente. Inoltre, a causa (i) delle nuove e stringenti norme sui requisiti patrimoniali della società bersaglio, ponderati addirittura in base al rischio (in gergo tecnico: *risk-weighted capital requirement*), e (ii) di un generale controllo normativo più intenso, le banche commerciali, scoraggiate, contribuirono al calo dell'interesse per le acquisizioni di questo genere, rifiutandosi di finanziare tali accordi. La visione generale durante tutto l'ultimo decennio del 1900 era quindi che il finanziamento tramite l'utilizzo della leva finanziaria rappresentasse una strategia di acquisizione altamente rischiosa. Questa visione suscitò una politica di revisione delle strutture finanziarie alla base delle operazioni di LBO,

³³ “Original Issue High Yield Bonds: Aging Analyses of Defaults, Exchanges, and Calls”, P. Asquith, David W. Mullins, Eric D. Wolff, *Journal of Finance*, 1989

tornando ad un rapporto capitale/debito di circa 50/50, molto più prudente rispetto al precedente 30/70³⁴.

1.2.2: Il LBO nel nuovo secolo

Il *boom* successivo, passato alla cronaca con il nome “l’era dei *mega-buyout*”, si verificò nei primi anni del nuovo secolo. Difatti, dal 2003 in poi, ci fu un’ampia espansione delle operazioni di *private equity* che coinvolgevano e raccoglievano capitale dai grandi investitori istituzionali; questi gruppi, come già accennato, erano tra i principali operatori di mercato interessati a partecipare ad operazioni di LBO. Numerosi altri fattori, come la riduzione dei costi normativi e degli obblighi di natura fiscale, contribuirono all’evidente “rinascimento” delle operazioni di LBO durante questo periodo. Tuttavia, questo *boom* fu, nuovamente, di breve durata, principalmente a causa dell’ingente recessione economica causata dalla crisi finanziaria globale nel 2008. Molti *mega-buyout* come quello che coinvolse TXU, oppure l’acquisizione di Harrah’s Entertainment (oggi nota come Caesars Entertainment) e di Energy Future Holdings, ebbero esiti catastrofici, portando addirittura a dichiarazioni di fallimento. Inoltre, durante questo arco temporale ci furono anche altre fattispecie che modificarono radicalmente le operazioni in questione. Ad esempio, la diffusione della cartolarizzazione³⁵ stravolse le modalità di finanziamento dei LBO, dato che si passò da un finanziamento obbligazionario ad alto rendimento ad un finanziamento generato in gran parte dai *syndicated leveraged loans*. Questi erano spesso erogati da un consorzio di banche sia per ridurre il rischio del prestito che per ripartire lo sforzo del finanziamento; da qui deriva la traduzione italiana “finanziamenti in *pool*”. Strumenti del genere erano molto diffusi, infatti, a titolo esemplificativo, durante la fase di picco del mercato LBO, avvenuta subito prima della grande crisi del 2008 appunto, i titoli obbligazionari di prestito garantiti (*collateralized loan obligation securities*) fornivano quasi i due terzi del finanziamento totale per l’emissione di prestiti istituzionali.

³⁴ “Navigating New Norms: The Response of LBO Financing to Post-Crisis Regulation and Market Shifts”, R. Fahlenbrach, S. D. Rotermund, SSE Article, 2024

³⁵ Definizione Borsa Italiana: la cartolarizzazione è “un’operazione mediante la quale vari diritti su attività illiquide (crediti, immobili) sono incorporati in titoli negoziabili. Tali titoli derivano i flussi di cassa che stanno a fronte della remunerazione che essi forniscono ai sottoscrittori da un pool di attività tipicamente illiquide (prestiti, crediti commerciali, immobili). A garanzia degli investitori, tale pool di attività assume soggettività autonoma rispetto all’originario proprietario degli asset e, a tale scopo, le attività sono conferite a un’entità speciale appositamente creata per tale scopo (Special Purpose Vehicle, SPV)”

Dal 2010 in poi, si può affermare che, seppur lentamente, l'economia americana si riprese dalla crisi finanziaria del 2008. Infatti, nonostante il fallimento del mercato delle “cartolarizzazioni garantite da attività” si fece sentire pesantemente all'inizio del nuovo decennio, le attività di *buyout* riemersero lentamente, come si evince dai seguenti grafici compresi all'interno del celebre libro di *Investment Banking* comunemente noto come Rosenbaum, dal nome di uno dei due autori. Si fa riferimento, ovviamente al mercato US.

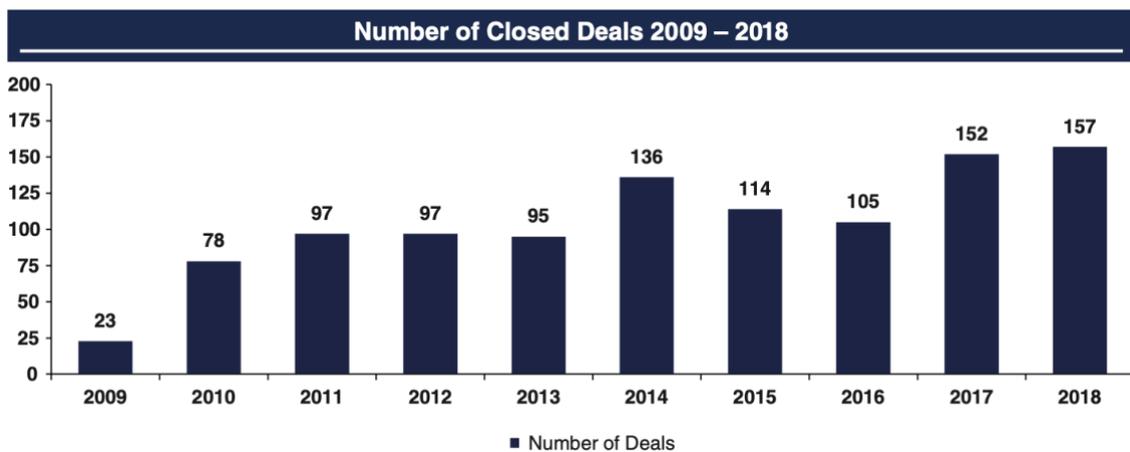


Figura 4: Fonte “Standard & Poor’s Leveraged Commentary & Data Group”

È sicuramente sconcertante il “misero” valore identificativo dell’anno 2009. Tuttavia, come si evince dall’immagine ci fu un *trend* di crescita continuo, seppur altalenante. Un altro dato identificativo è quello che fornisce il valore cumulato delle transazioni di LBO, sempre nell’arco temporale dal 2009 al 2018.



Figura 5: Fonte “Standard & Poor’s Leveraged Commentary & Data Group”

Nel tentativo di migliorare il sistema finanziario della nazione, il governo degli Stati Uniti approvò un piano di salvataggio del valore di 700 miliardi di dollari nel dicembre 2010. Inoltre, le banche e le istituzioni finanziarie mantennero i tassi di interesse ai minimi storici e investirono nell'acquisto di obbligazioni societarie e titoli di Stato per aumentare il capitale disponibile per gli investimenti e per il finanziamento delle operazioni di acquisizione. La liquidità nel mercato aumentò principalmente grazie ai bassi tassi di interesse mantenuti nel corso degli anni, i quali, consentirono ai mutuatari di ricorrere a prestiti a basso costo. Proprio per la convenienza del debito rispetto al capitale, i prestiti a leva raggiunsero nuovi massimi tra il 2012 e il 2013, con un picco di 605 miliardi di dollari in nuove emissioni, superando il record pre-2008 di 537 miliardi di dollari. In questi anni, i prestiti con leva finanziaria negli Stati Uniti sono quasi raddoppiati rispetto ai livelli pre-crisi. Per i prestiti ad alta leva finanziaria, il rapporto medio tra debito ed EBITDA ha continuato a crescere, tornandosi ad avvicinare al picco raggiunto nel 2007. Il grafico seguente mostra il multiplo medio del debito per i prestiti LBO concessi a grandi imprese³⁶. Vale la pena soffermarsi sul fatto che a spingere i livelli di debito più in alto fu sia la già citata presenza dei bassi tassi presenti sul mercato ma soprattutto il costante ripristino della fiducia dopo la crisi. È decisamente indicativo che si passò dal 4,0x del 2009 al 5,8x del 2014.

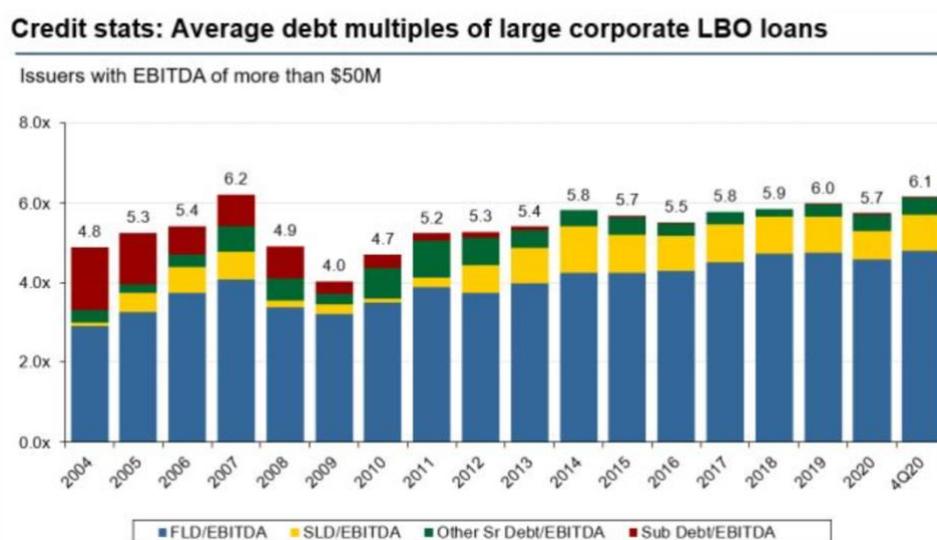


Figura 6: Fonte “LCN, an offering of S&P Global Market Intelligence”

³⁶“As LBOs surged in Q4'20, US purchase price multiples hit new heights”, A. Latour, S&P Global Market Intelligence, 2021

Nonostante ciò, nel Marzo 2013, le autorità federali statunitensi rilasciarono le “*Interagency Guidelines on Leveraged Lending*”, con l’obiettivo di minimizzare ulteriormente i rischi sistemici legati ai prestiti con leva, una novità assoluta nel settore. Nel 2015, un ulteriore *exposure draft* sancì che qualsiasi prestito con un rapporto debito/EBITDA maggiore a 6,0x dovesse ricadere nella categoria dei “prestiti rischiosi”, soggetti a controlli decisamente più stringenti, che rendevano questa pratica meno conveniente. Effettivamente, come mostra l’istogramma, si tornò a livelli di multiplo pari o maggiori a 6,0x solo nel 2019. Questi eventi “democratizzarono” nuovamente le operazioni di LBO, incoraggiando appunto i finanziamenti con un basso grado di leva, meno rischiosi e più accessibili anche ad investitori non-istituzionali e senza un *track-record* di operazioni di successo. Con le pratiche di mercato giustificate dalle linee guida sempre più chiare, il mercato del LBO si evolve ulteriormente fino al 2017 quando, a causa di una mancata revisione delle linee guida da parte del Congresso e della conseguente delegittimazione delle stesse, le operazioni finanziate con elevata leva tornarono in voga; questo evento fu anche, in parte, causato dalla riduzione dell’utilizzo di *covenants*³⁷ nei contratti di finanziamento. Questa tendenza derivava dall’aumento dei prestiti diretti da parte di istituti non bancari, meno regolamentati, e dal ritorno delle obbligazioni spazzatura (*junk-bonds*). A titolo d’esempio il LBO di CCC Information System aveva un grado di leva pari a 7,5-8,0x EBITDA. Nel 2018, a causa della flessione del mercato, si verificò una riduzione delle operazioni, tranne per quelle che coinvolgevano le varie *software company*³⁸. Quest’ultime avevano generato la convinzione, tra gli investitori, di essere più resistenti alla pandemia, ipoteticamente grazie ai costanti flussi di cassa da loro ottenuti negli anni precedenti al 2020. Tra l’altro, le operazioni di LBO avvenute nel biennio 2018-2019 sono il riflesso degli ancora bassi

³⁷ Definizione Unindustria Reggio Emilia, “Covenant Bancari e Finanziari: cosa sono e come impattano sulla gestione aziendale”: “Un covenant è un accordo accessorio inserito all’interno di un contratto di finanziamento (generalmente bancario) attraverso il quale l’impresa finanziata assume specifici impegni e/o divieti correlati all’impegno di restituire la somma di denaro, inoltre, alla banca sono riconosciuti specifici diritti e poteri nei confronti dell’impresa finanziata. Le finalità dei covenant sono quelle di ridurre l’asimmetria informativa intrinseca nel rapporto banca/impresa attraverso l’introduzione di obblighi informativi e contabili in capo all’impresa finanziata; inoltre, provvedono a monitorare il rischio di insolvenza dell’impresa, non solo al momento dell’erogazione del finanziamento, bensì per l’intera durata del rapporto; infine, costruiscono un apparato sanzionatorio per le ipotesi in cui l’impresa ne violi le previsioni”

³⁸ Fonte: gran parte di quanto scritto è stato preso da (i) “Evolution of Leveraged Buyouts: A New Era or Back to Square One?”, NYU Journal of Law & Business, H. Singh, e (ii) “U.S. Leveraged Buyouts: The Importance of Financial Visibility”, Liberty Street Economics, H. Mehran. S. Peristiani, 2013

tassi d'interesse, seppur maggiori rispetto a quelli dal 2015 in poi³⁹. Nel 2019, inoltre, si ristabilizzò una quota di *equity contribution* massima, simile a quella osservata post crisi del 2008, dove il livello di fiducia nel mercato era appunto ai minimi⁴⁰.

Credit stats: Average equity contribution to leveraged buyouts

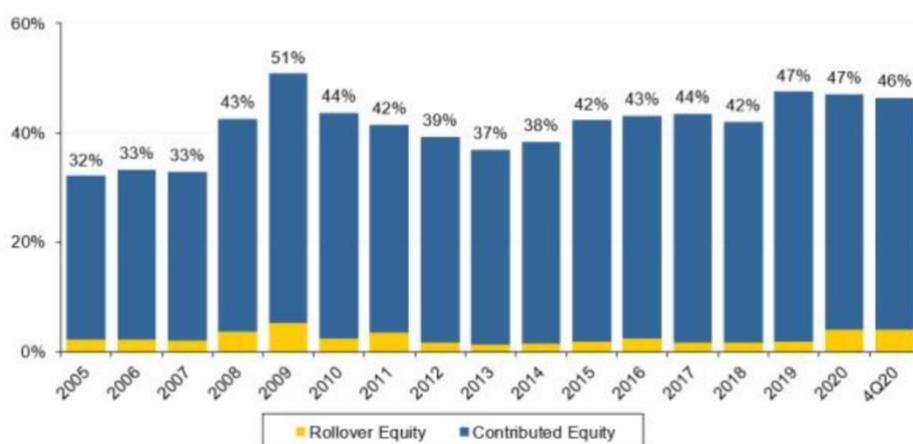


Figura 7: Fonte “LCN, an offering of S&P Global Market Intelligence”

Ponendo l'attenzione su epoche meno remote, il volume dell'attività totale di LBO nel quarto trimestre del 2020 ha superato ciascuno degli altri tre trimestri precedenti. Tuttavia, il picco di operazioni di fine anno non è riuscito a compensare la scarsa attività del secondo e terzo trimestre, quando la volatilità e l'incertezza sull'impatto economico della pandemia hanno tenuto in disparte acquirenti e venditori. Nello specifico, nel 2020, negli Stati Uniti, il volume totale delle transazioni di LBO, pari a 186, è stato in linea con i livelli del 2016, ma ben al di sotto del recente picco di attività del 2018, quando sono state chiuse 275 LBO di grandi capitali (come mostra l'immagine seguente). Questo dimostra nuovamente come gli scossoni macroeconomici possano influenzare negativamente questa rischiosa attività; le banche, in casi del genere, sono più caute nel concedere i finanziamenti, qualora li concedano questi saranno decisamente più cari, e di

³⁹ Federal Reserve Bank of St, Louis

⁴⁰ “As LBOs surged in Q4'20, US purchase price multiples hit new heights”, A. Latour, S&P Global Market Intelligence, 2021

conseguenza gli *sponsor* troveranno minor convenienza ad adoperare questa strategia di investimento.

Volume: Total US LBO transaction volume

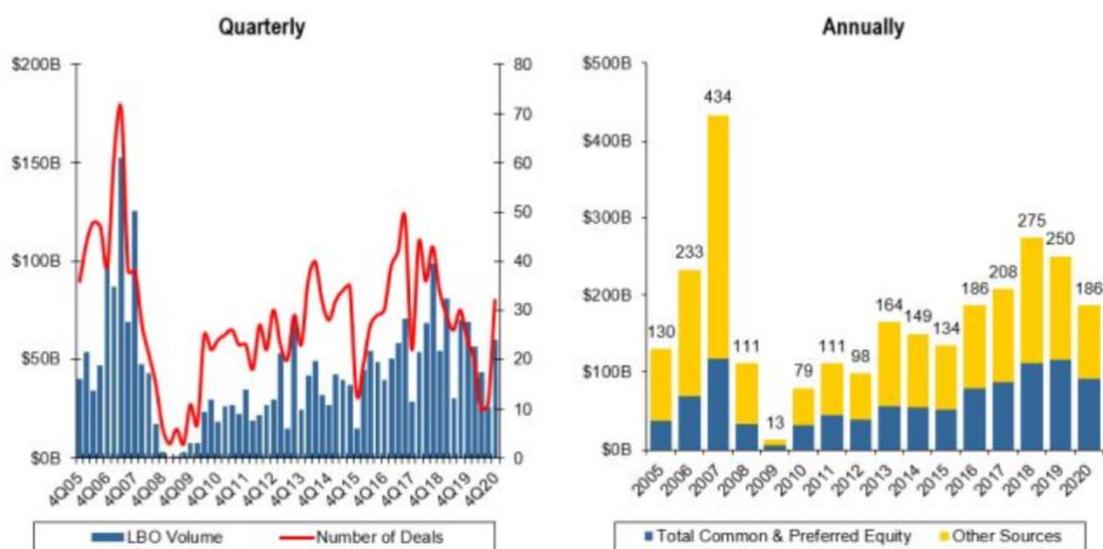


Figura 8: Fonte “LCN, an offering of S&P Global Market Intelligence”

Negli Stati Uniti, dopo gli infernali mesi iniziali del 2020, i *buyout* e le acquisizioni hanno determinato un aumento del 50% del volume dei prestiti a leva nel quarto trimestre rispetto a quello precedente, raggiungendo i 44,2 miliardi di dollari, secondo i dati di LCD⁴¹. Le operazioni di LBO hanno avuto un andamento particolarmente positivo, con un aumento del 103% rispetto al trimestre precedente, per un totale di 23,4 miliardi di dollari. Si tratta del maggior volume di acquisizioni dal terzo trimestre del 2019. Questo dimostra come, nonostante ci sia stata un'evidente flessione rispetto ai “periodi normali”, il mercato delle acquisizioni americane ha reagito bene alla pandemia.

Infine, per via dell'aumento del volume dei prestiti a leva statunitensi a sostegno delle operazioni di *buyout*, nel quarto trimestre del 2020, dopo due trimestri di riduzione dell'attività, sempre attribuibili al Covid-19, anche i multipli del prezzo di acquisto delle operazioni di LBO sono aumentati nuovamente. I dati riportati da LCD mostrano che il

⁴¹ Leveraged Commentary & Data (LCD) è il *leading provider* mondiale di notizie sui prestiti con leva finanziaria, *analytics* e *news* sui prodotti indicizzati. LCD è attiva anche sui mercati obbligazionari ad alto rendimento e nel mondo degli *investment grade*

multiplo medio del prezzo di acquisto per le LBO statunitensi nel quarto trimestre è stato pari a 11,96x, superando sia il livello record di 11,51x dell'intero anno 2019, che la media di 11,40x delle LBO completate durante tutto il 2020. I grafici riportati nell'immagine seguente mostrano con evidenza questi valori. In realtà, si palesa un'oggettiva tendenza al rialzo per quanto riguarda i multipli; guardando al grafico di destra si notano delle flessioni in termini di prezzo solo dopo il 2008 (crisi dei mutui subprime), dopo il 2011 (crisi dei debiti sovrani), e dopo il 2019.

Purchase price multiples: LBO by transaction size

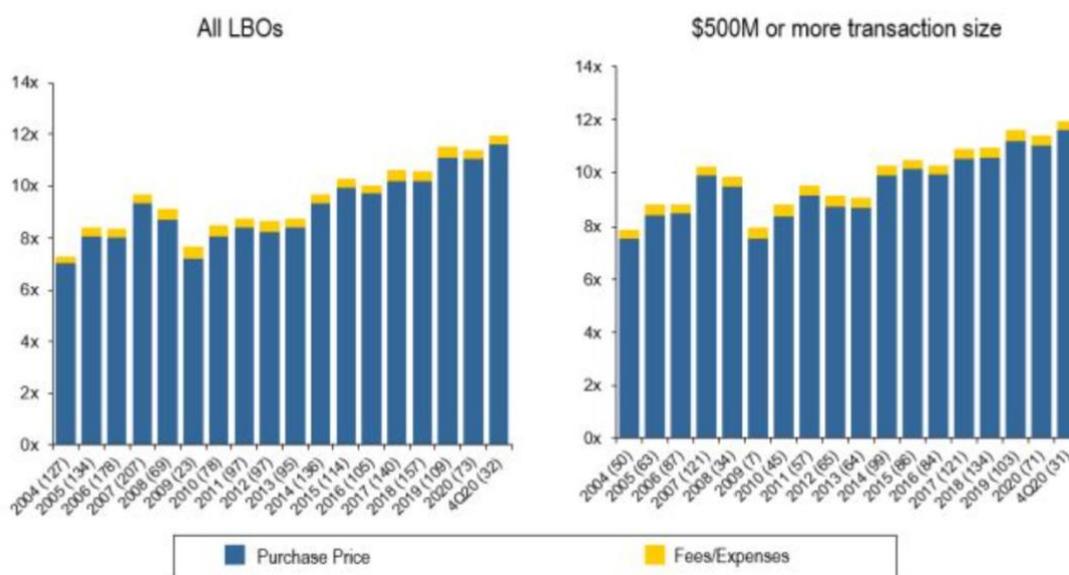


Figura 9: Fonte "LCN, an offering of S&P Global Market Intelligence"

È utile ribadire che, se i multipli dei prezzi di acquisto sono aumentati nel quarto trimestre del 2020, anche i livelli di indebitamento delle acquisizioni di grandi capitali hanno seguito la traiettoria ascendente. Difatti, a titolo d'esempio, nonostante il multiplo medio del debito sulle LBO sia sceso a 5,7x nel 2020, da 6,0x nel 2019, nel quarto trimestre del 2020 lo stesso ha raggiunto 6,1x, a testimonianza di un maggiore ottimismo da parte degli investitori del credito e della continua ripresa del mercato. Infine, un ultimo dato incoraggiante mostra che nel 2022 le operazioni di LBO hanno superato i 200 miliardi di dollari, il volume più alto in un decennio se non si considera il record del 2021.

1.2.3: Approfondimento di un trend attuale: US' LBO market has gone private

Come accennato precedentemente, nonostante la proprietà azionaria di una LBO-*target* sia per definizione privata, la componente di debito è da sempre stata fornita dal *public credit market*, l'unico, ancora per poco, ad avere una tale capacità di finanziamento. Infatti "Ever since Barbarians at the Gate, the iconic book about the RJR Nabisco LBO in the 1980s, the terms *junk bonds* and "LBO" have gone hand in hand"⁴². Tuttavia, nell'autunno 2022, i mercati pubblici del credito hanno affrontato serie crisi, come quelle legate ai prestiti per acquisizioni di società come Twitter, o Citrix. In quest'ultimo caso, "the sale of corporate bonds to fund the \$16.5bn leveraged buyout of the software company was described as "bloodbath" for the lenders by one banker involved in the deal"⁴³. Anche nel caso di Elon Musk, le banche, le quali hanno finanziato 12,7 dei 44 miliardi di dollari necessari per l'operazione, hanno avuto molte difficoltà a vendere gran parte del debito emesso.

Queste, e molte altre casistiche simili, sono la dimostrazione che qualcosa sta cambiando: mentre le banche, che agiscono da intermediari e sottoscrittori del credito pubblico, stanno facendo *dietrofront* dagli onerosi impegni legati al LBO, il credito privato sta entrando in questo campo, contestualmente al fenomeno della privatizzazione dei mercati azionari. A riprova di quanto detto, mentre la mole dei finanziamenti da parte dei *public credit markets* si è vertiginosamente ridotta nella seconda metà del 2022, il credito privato ha continuato a sottoscrivere e finanziare *deals*. A tal proposito, la famosa banca di investimento JP Morgan stima la *market size* di questo specifico mercato del credito privato intorno a 1,2 trilioni di dollari, cifra non assai distante da quella attribuita al mercato obbligazionario ad alto rendimento (quello dei già citati *junk bonds*), il quale, tra l'altro, non cresce ai ritmi di quello privato. Questa differenza in termini di crescita è destinata ad ampliarsi ulteriormente secondo gli analisti della famosa banca; oggi solo il 15% del mercato obbligazionario ad alto rendimento si compone di debito legato in qualche modo ad operazioni di LBO, le quali, sono principalmente finanziate dal

⁴² "The new LBO market: it's gone private", FT article, E. Carr, 2023

⁴³ "The new LBO market: it's gone private", FT article, E. Carr, 2023

*syndicated loan market*⁴⁴, anche questo composto in gran parte da creditori di natura privata.

Ad oggi il mercato del credito privato, capitanato da fondi di *private equity* quali Apollo, Blackstone e KKR, si concentra ancora su operazioni di dimensioni relativamente “inferiori” rispetto ai *mega deal*⁴⁵ che hanno coinvolto il mondo del LBO nella storia. Tuttavia, il futuro sembra destinato ad osservare una sempre più insistente presenza dei grandi fondi nelle operazioni di LBO, soprattutto grazie ai cosiddetti *club deals*⁴⁶, l’equivalente privato dei prestiti sindacati concessi dalle banche, i quali permettono di effettuare operazioni molto grandi.

Quale sarà l’effetto di questo *trend*? Per gli *high yield bond investors*, questo *trend* rappresenta una doppia benedizione. Da un lato i *deals* potrebbero essere troppo piccoli, seppur appetibili dal punto di vista del rischio; l’articolo del Financial Time da cui è tratto parte di questa sezione cita, con riferimento ai suddetti investimenti agli occhi degli investitori in obbligazioni ad alto rendimento: “higher-risk investments than our market wants to underwrite”. Per gli *sponsor* di *private equity* che gestiscono i fondi, questo mercato in crescita non può che essere una benedizione. Per gli investitori istituzionali, si prospetta la possibilità di ottenere rendimenti maggiori e meno volatilità rispetto ai *public credit market*. Le aziende americane invece, potrebbero (i) subire offerte ostili (*hostile bid*) più frequentemente, (ii) avere bilanci contraddistinti da un maggior grado di leva finanziaria, (iii) operare maggiormente nell’ombra grazie ai minori obblighi di *disclosure*. A proposito di quest’ultimo punto, i fondi di PE spesso sostengono che l’esposizione ricevuta operando nei *public markets*, oltre che gli obblighi di divulgazione richiesti dagli stessi, compromettono la posizione competitiva delle aziende, ostacolando la realizzazione di grandi operazioni strategiche. Tuttavia, “se una maggiore trasparenza

⁴⁴ Definizione Investopedia: “A syndicated loan is a form of financing that is offered by a group of lenders. Syndicated loans arise when a project requires too large a loan for a single lender or when a project needs a specialized lender with expertise in a specific asset class. Syndicating allows lenders to spread risk and take part in financial opportunities that may be too large for their individual capital base”

⁴⁵ Si fa riferimento ad operazioni di LBO da oltre 10 miliardi di dollari, finanziate dal mercato dei prestiti pubblici e delle obbligazioni

⁴⁶ Definizione Financial Edge: “A club deal is a leveraged buyout or private equity transaction that involves two or more private equity firms that provide capital to acquire a target company. Through club deals, private equity firms are able to spread transaction risk among participating firms, thereby reducing the risk exposure of each individual firm”

nelle aziende americane va a vantaggio di tutti, il passaggio della componente di debito degli LBO al mercato privato è un passo nella direzione sbagliata”⁴⁷.

⁴⁷ “The new LBO market: it’s gone private”, FT article, E. Carr, 2023

1.3: Tipologie di LBO

Per *buyout* si intende un'operazione di investimento in cui un soggetto acquisisce o rileva un'azienda, sia attraverso l'acquisto totalitario del pacchetto azionario che tramite l'ottenimento di una partecipazione di controllo⁴⁸. Ad ogni modo, le operazioni di *buyout* possono essere suddivise in due grandi categorie, in base alla composizione delle fonti utilizzate per reperire il capitale necessario ad intraprendere l'operazione:

- *Unleveraged buyout*: nel caso in cui l'operazione di acquisizione avvenga completamente tramite l'utilizzo di capitale proprio (o comunque con un minimo, e fisiologico, ricorso a fonti di debito);
- *Leveraged buyout*: quando invece il capitale di terzi svolge un ruolo preponderante e fondamentale durante il processo di acquisizione.

In questo paragrafo si intende evidenziare come il termine *Leveraged buyout* includa una vasta serie di differenti operazioni, le quali, nonostante abbiano delle fattispecie comuni, variano tra loro in base:

- all'obiettivo sotteso all'operazione⁴⁹;
- ai soggetti coinvolti;
- alla durata media dell'operazione;
- al grado di rischio della stessa.

Ciò che ovviamente accomuna queste sotto-casistiche, come già accenato, è prevalentemente racchiuso nel termine stesso *Leveraged buyout*. La parola *leveraged*, in italiano leva finanziaria, indica la possibilità di aumentare il grado di indebitamento nel caso in cui il costo del capitale, ovvero il tasso d'interesse sullo stesso, sia inferiore al tasso di rendimento lordo dei mezzi investiti. Come spiegato nel capitolo introduttivo, questa fattispecie agisce da moltiplicatore per i profitti. Da qui si evince la prima caratteristica comune a queste operazioni, il ricorso all'indebitamento. Il termine *buyout* invece, come anticipato, significa “acquisire”, “rilevare”, e fa riferimento alla modalità

⁴⁸ La concezione di controllo varia in base allo standard contabile che si applica; l'OIC 17 e l'IFRS 10 infatti forniscono definizioni e *guidelines* diverse dello stesso concetto

⁴⁹ *Strategic rationale*

primaria di realizzazione di un'operazione di LBO. Un altro elemento comune è costituito dalla “traslazione del costo di acquisizione sul patrimonio della società acquistata”⁵⁰.

Fatte queste doverose premesse, si possono distinguere le seguenti tipologie di LBO:

- ❖ *Leveraged buyout* in senso stretto (LBO): consiste in operazioni che coinvolgono tendenzialmente investitori istituzionali⁵¹, banche d'affari, fondi di *venture capital* e di *private equity*. Tale tipologia di operazione può essere di tipo amichevole (*friendly*) o di tipo ostile (*hostile*) in base alla presenza, nel primo caso, o all'assenza, nel secondo, del consenso da parte di entrambi le parti. Nelle *hostile takeover* la società acquirente può avviare l'acquisizione rivolgendosi direttamente agli azionisti. Il LBO in senso stretto è trattato più approfonditamente durante tutte le sezioni di questa tesi;
- ❖ *Management Leveraged buyout* (MLBO): la componente chiave e fortemente caratterizzante di questa fattispecie è il soggetto promotore dell'operazione. Spinti dalla volontà di ristrutturare la società, di proteggere la propria posizione manageriale, o di aumentare il proprio ritorno economico, gli stessi *manager* della società bersaglio promuovono l'operazione, passando dall'essere “semplici” dirigenti ad essere proprietari dell'azienda che già gestiscono. Negli anni '70 e '80 del secolo scorso, molti MLBO comportavano il disinvestimento di divisioni di grandi imprese diversificate, che tornavano a fiorire non appena venivano scorporate dalla grande società⁵². Questa fattispecie fornisce, in parte, una garanzia per i soggetti finanziatori, legata principalmente alle conoscenze dei *manager* dell'azienda stessa. Proprio quest'ultima caratteristica è quella che rende il MLBO la tipologia di LBO più apprezzata dal mercato. A livello operativo, il *management* può o acquisire direttamente le attività dell'impresa o acquisire le quote di capitale della stessa. Una riflessione interessante, pertinente con la realtà economico-sociale del nostro paese, è

⁵⁰ “Il leveraged buy-out”, P. Montalenti, Giuffrè, 1991

⁵¹ Definizione Borsa Italiana: “Intermediario la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario. Alla categoria degli investitori istituzionali appartengono: (i) gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; (ii) i fondi pensione; (iii) le compagnie di assicurazione”

⁵² “Principi di finanza aziendale”, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, F. Allen, S. Sandri, Mc Graw Hill, 2020

quella che riguarda una possibile ragione alla base di un *buyout* da parte del gruppo dirigente: il passaggio generazionale. È sempre più comune, a causa rispettivamente (i) dei nuovi stimoli forniti dalla globalizzazione e (ii) della crisi demografica, il rispettivo disinteresse per le PMI Italiane da parte dei giovani eredi delle stesse, o l'assenza assoluta di successori. Con l'intento di scongiurare la svendita, o, in un'ipotesi più estrema, la cessazione dell'impresa, molte famiglie proprietarie preferiscono vendere l'attività ai fidati *manager* piuttosto che ad una *merchant bank*;

- ❖ *Management buy-in* (MBI): in questo caso i promotori, ed i futuri proprietari, non sono i *manager* dell'azienda *target*, bensì quelli di una società terza. Ovviamente, in questo caso, si perde il beneficio del MLBO legato alla profonda conoscenza dell'azienda bersaglio da parte dei fautori dell'operazione e, di conseguenza, aumenta il grado di rischio generale di quest'ultima;
- ❖ *Management buy-in & out* (BIMBO): in un'operazione del genere vi è la presenza contemporanea di *manager* interni ed esterni alla *target*.

Nelle tre casistiche sopracitate, vi è tendenzialmente un'inedita prospettiva di lungo periodo, mossa dal desiderio di perfezionare le strategie aziendali della *target*. In questi casi quindi il movente speculativo è decisamente non preponderante. Tuttavia, a causa della tendenziale impossibilità economica dei *manager* di perfezionare l'operazione in autonomia, un ruolo fondamentale è svolto comunque dai fondi di *private equity*, i quali però usciranno dalla proprietà aziendale, seppur gradualmente⁵³.

- ❖ *Family buy-out* (FBO): in questo caso alcuni membri della famiglia proprietaria, i quali desiderano monetizzare le partecipazioni detenute, cedono le proprie quote ad altri azionisti (sempre appartenenti alla famiglia proprietaria). Ovviamente quest'ultimi, non avendo il capitale necessario, ricorrono a fonti di terzi, come il debito, per completare l'operazione. Il FBO è estremamente diffuso nel contesto nazionale, proprio a causa dell'assai rilevante quota di PMI nel tessuto

⁵³ Spesso, infatti, all'inizio dell'operazione la maggioranza delle quote azionarie è in capo ai fondi stessi

imprenditoriale italiano. Inoltre, la presenza di un mercato borsistico meno sviluppato rispetto a quello di altri paesi e la tendenza dell'imprenditoria italiana a mantenere il pacchetto di controllo all'interno della famiglia, creano le condizioni perfette per attivare questo genere di operazioni. Inoltre, con il passaggio generazionale, le aziende familiari tendono a diventare sempre più frazionate e sia (i) per evitare che le divergenze tra i membri della famiglia impediscano lo sviluppo dell'impresa sia (ii) per consentire ai soci più motivati di avere il pieno controllo sull'azienda, sempre più spesso si attivano dinamiche del genere. Dinamiche che, in realtà, sono ampiamente positive poiché oltre a consentire una gestione più efficiente, seppur condotta dai soggetti della famiglia originaria, tutelano altri soggetti quali fornitori, creditori e dipendenti. La casistica in cui l'azienda sia a conduzione familiare, oltre ad essere molto interessante, è anche molto caratterizzante; infatti "la presenza di un gruppo familiare nell'assetto proprietario di una società caratterizza il sistema di *governance*, i criteri di finanziamento e la tipologia di fabbisogni finanziari"⁵⁴.

- ❖ *Workers buy-out* (WBO): questa volta l'operazione di acquisizione della società *target* è compiuta dai dipendenti della stessa, i quali diventano imprenditori a tutti gli effetti. Questa casistica, che compare spesso sotto il termine alternativo *Employee buy-out*, è molto più comune negli Stati Uniti che in altri paesi; si tratta di acquisizioni temporanee e fiscalmente agevolate che hanno come obiettivo principale quello di mantenere inalterati i livelli occupazionali delle imprese in difficoltà. In questo caso, infine, lo stato ed i fondi pensione, molto diffusi appunto in America, rivestono un ruolo fondamentale;
- ❖ *Fiscal buy-out* (FBO): in un'operazione del genere ciò che i promotori vorrebbero realizzare è principalmente un risparmio fiscale, d'imposta. Si tratta sostanzialmente di un LBO fittizio, dato che, spesso, gli individui precedentemente detentori del pacchetto azionario sono anche i successivi acquirenti. L'elemento caratterizzante quindi è la finalità dell'operazione. Tuttavia, in Italia, la riforma societaria del 2003 ha impedito, di fatto, la fattibilità delle FBO dato che *conditio sine qua non* per effettuare manovre di acquisizione tramite indebitamento è la giustificabilità

⁵⁴ "Banking for family business", S. Caselli, S. Gatti, Springer, 2005

economica, e non quella fiscale. Bisogna menzionare che, tra l'altro, il *Fiscal buyout* è stato oggetto di profonde discussioni nel nostro paese durante gli anni '90, dato che era eccessivamente conveniente montare un'operazione del genere per ottenere vantaggi oggettivamente ingiustificati. In questo caso quindi l'obiettivo era puramente speculativo e assai più diretto, seppur molto simile in termini concreti, rispetto a quello comunemente associato all'operazione in questione: ovvero il miglioramento ad ogni costo della *performance* nel breve periodo in vista di una futura *exit*;

- ❖ *Corporate buy-out* (CBO): questa fattispecie si verifica all'interno dei gruppi societari, tramite fusioni di due o più società. In questo caso quindi, l'operazione è effettuata tramite società preesistenti e non tramite veicoli societari di nuova costituzione. L'obiettivo principale è quello di modificare e riorganizzare gli assetti patrimoniali infragrupo, cercando di ottimizzare la composizione del debito e di eliminare le società che hanno conseguito l'obiettivo sociale o, il più delle volte, non sono in grado di farlo. Per non gravare eccessivamente sul patrimonio della società preesistente, questa ricorre in larga proporzione al debito, ed è per questo che solitamente il CBO rientra nel novero del più vasto LBO;
- ❖ *Institutional buy-out* (IBO): questo genere di *buyout* ha tendenzialmente un fine speculativo. Viene infatti compiuto da investitori specializzati in materia di compravendita aziendale che, dopo aver fatto *scouting*, offrono risorse a società selezionate per poi cedere in seguito le partecipazioni detenute nelle stesse. I promotori intervengono tramite la partecipazione al capitale azionario o tramite la sottoscrizione di obbligazioni convertibili⁵⁵. Il tema qui è il pacchetto di *network* e competenze apportato appunto da questi investitori, tipicamente fondi di *private equity*, i quali, per massimizzare il *capital gain* assumono un ruolo semi-operativo. L'arco temporale, necessario al fine primario, è di medio-lungo termine, seppur

⁵⁵ Definizione Borsa Italiana: “Le obbligazioni convertibili sono titoli che si trovano in posizione intermedia tra i titoli obbligazionari e i titoli azionari. Il loro possessore ha la facoltà di decidere se rimanere creditore della società emittente per tutta la durata del prestito, oppure se, in determinati periodi, convertire il proprio status da creditore a socio (azionista) sulla base di un rapporto di cambio predeterminato (nel regolamento di emissione)”

temporaneo già in partenza. Questa fattispecie è sempre più comune ed è ormai quasi completamente integrata ed identificata con la casistica del LBO classico;

- ❖ *Secondary buy-out* (SBO): questa fattispecie, nota anche come *sponsor-to-sponsor deal*, è una strategia di *exit* nel mondo del *private equity* in cui un fondo liquida il proprio investimento ad un altro *sponsor* finanziario, nel 99% dei casi un altro fondo. A seguito della cessione quindi, la *target company* rimane comunque di proprietà di un fondo, seppur diverso da quello originario. Questa forma di *buyout*, che rientra nel novero delle operazioni di LBO solo nel caso in cui il fondo acquirente utilizza una rilevante percentuale di capitale di debito, è sempre più comune, infatti “nel 2017, la ripresa dei mercati azionari e le valutazioni aziendali alle stelle hanno portato le società di *private equity*, ricche di liquidità, a rivolgersi ad altri *sponsor* per trovare obiettivi di acquisizione. In questo anno, di conseguenza, le acquisizioni secondarie (SBO) nel mercato statunitense dei prestiti a leva hanno raggiunto il livello record del 65% come quota di tutte le transazioni di LBO”⁵⁶.

⁵⁶ “Secondary Buyouts Dominate LBO Activity in Leveraged Loan Mart”, S&P Global article, 2018

Capitolo 2: La strutturazione dell'operazione

2.1: Soggetti coinvolti nell'operazione

Come si evince da quanto riportato precedentemente, il LBO è un'operazione estremamente complessa che coinvolge soggetti differenti. Questa sezione ha l'obiettivo di elencarli e delineare le azioni ed i ruoli che contraddistinguono ciascuno di essi; tra l'altro, i soggetti coinvolti hanno un ruolo fondamentale e soprattutto fortemente caratterizzante della tipologia di LBO adoperata.

Più precisamente, i partecipanti ad un'operazione di LBO sono:

- ❖ *Financial Sponsors*: Questo termine fa riferimento a “tutti quei soggetti quali i fondi di *private equity*, i *family office*, le divisioni *merchant* delle banche di investimento, gli *hedge fund*, i fondi di *venture capital*, i fondi infrastrutturali, i fondi pensione e le società di acquisizione a fini speciali (SPAC)”⁵⁷. Questa definizione, tratta dall'apprezzato volume sul mondo della finanza straordinaria scritto a quattro mani da J. Rosebaum e da J. Pearl, elenca i soggetti che rientrano nel novero degli *sponsor*, i promotori. Solitamente “il capitale raccolto da questi soggetti confluisce all'interno di fondi strutturati come *limited partnerships*”⁵⁸, approfondite in seguito. La figura di spicco in questo contesto è sicuramente quella del fondo di *private equity*, il quale raccoglie la maggior parte del capitale da soggetti terzi. I fondi sono veicoli finanziari con un orizzonte di vita limitato, in cui il *General Partner* (lo *sponsor*) amministra quotidianamente il fondo ed i *limited partners* agiscono da soggetti passivi, spesso all'oscuro delle strategie di investimento ideate dal GP. Come forma di tutela quest'ultimo non può investire più del 10% - 20% del capitale del fondo in uno specifico *business*. Gli *sponsor* variano in termini di grandezza e di specializzazione; alcuni si concentrano su settori specifici, altri sono esperti di

⁵⁷ “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

⁵⁸ “Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows”, Steven N. Kaplan, A. Schoar, 2003

operazioni particolari (*turnarounds*⁵⁹ o roll-ups), altri ancora sono generalisti. La caratteristica comune di ciascun fondo però è che, prima di iniziare un processo di LBO, compie un'approfondita *due diligence* sulla *target*, con l'obiettivo di venire a conoscenza di ogni aspetto rilevante ad essa collegato (contabile, settoriale, operativo, finanziario, fiscale, di *business*, ambientale). La finalità principale di un impegno così oneroso è la realizzazione di un piano strategico minuzioso, che culmina con la definizione del *fair purchase price* e della struttura finanziaria ottimale da adottare. Merita di essere ricordato il fatto che questi soggetti, mossi spesso da un fine speculativo, hanno l'obiettivo di smobilizzare l'investimento tramite un processo di *exit*, con un orizzonte temporale mai superiore ai dieci anni.

- ❖ *Investment Banks*⁶⁰: Le banche di investimento svolgono da sempre un ruolo chiave durante i processi di LBO, partecipando, in base alla singola casistica, in veste di attori differenti. In primo luogo, questi colossi sono i sottoscrittori del debito utilizzato come fonte necessaria di finanziamento per completare l'operazione in questione; inoltre ricoprono spesso il ruolo di *advisor*, sia di coloro direttamente coinvolti nell'operazione (*buy-side* e *sell-side*), che di coloro che la finanziano (banche commerciali e fondi). Le *investment bank*, infatti, intervengono nella ricerca dell'azienda perfetta, nella definizione ottimale della struttura di debito, forniscono consulenza in materia M&A e post-LBO tramite operazioni di rifinanziamento e, infine, supportano gli *sponsor* nel processo di delineazione e realizzazione dell'*exit*. Come anticipato, le IB⁶¹ svolgono anche un ruolo fondamentale nel processo di *scouting*, e spesso sono loro stesse a proporre ai promotori del LBO delle valide società da acquisire (consulenza *buy-side*). Viceversa, sempre queste banche, possono aiutare gli *sponsor* a commercializzare le società in portafoglio, e trovano loro papabili acquirenti (consulenza *sell-side*). Infine, questi operatori compiono il processo di *due diligence* e di *internal credit analysis* sulle società *target*, con lo scopo

⁵⁹ Definizione del Corporate Finance Institute: "Turnaround recovery strategies are a range of measures that companies employ to recover from a period of a performance decline. The range of measures is important since they mark an upturn phase of a company after a period of significant negativity"

⁶⁰ Il termine *Investment bank* fa riferimento, in senso lato, ad ogni intermediario finanziario che compie operazioni di *corporate finance* e di *M&A advisory*, oltre che di sottoscrizione di strumenti di debito sui mercati

⁶¹ *Investment Banks*

di validare il loro *business plan* e assicurare la realizzazione della *financing structure* più appropriata per l'operazione. Le banche sottoscrivono due differenti componenti del finanziamento, l'*unsecured component* che include *bond* ad alto rendimento venduti successivamente sul mercato, e la *secured component*, formata da *revolver* (che la banca mantiene al suo interno) e da prestiti a termine (spesso venduti ad altri istituti finanziari). Nella maggior parte dei casi si verificano delle vere e proprie negoziazioni in cui ogni parte, lo *sponsor* da un lato e la banca d'investimento dall'altro, contratta le condizioni ad essa più favorevoli⁶². Prima dell'effettivo sforzo di finanziamento da parte della banca d'investimento, vengono redatti tre documenti per delineare le condizioni generali del rapporto:

- *Commitment letter*: per i *secured revolver*⁶³ e per i prestiti a termine. Questo documento determina condizioni e vincoli precisi (ad esempio impone determinati livelli di *cash equity* richiesti allo *sponsor* o determinati livelli di EBITDA attesi dalla *target*);
- *Fee letter*: delinea le varie *fee* e *royalty* che spettano alla banca d'investimento in merito al suo ruolo nell'ambito del finanziamento;
- *Engagement letter*: con la quale lo *sponsor* *incarica* la/e banca/e d'investimento a sottoscrivere obbligazioni e altri strumenti di debito da includere nel progetto di finanziamento⁶⁴.

❖ *Bank and Institutional Lenders*: Questi soggetti impersonano coloro che forniscono parte del *secured debt* (*bank debt*) concesso agli *sponsor* per eseguire l'operazione di LBO. Per *bank* s'intende istituti di risparmio e di credito, società finanziarie e le *commercial bank*, fattispecie distinta dalle banche d'investimento a seguito del *Glass-Steagall Act*⁶⁵ del 1993, al quale è poi succeduto il *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999. A prescindere dalla legislazione americana, le *commercial bank* accettano depositi,

⁶² Gli *sponsor* negoziano i tassi d'interesse, le *maturity dates*, e la flessibilità nei pagamenti; le banche d'investimento hanno invece l'obiettivo di tutelarsi e poter ottenere i maggiori diritti di sindacazione del debito

⁶³ Definizione Nasdaq: "Prestito senior garantito in cui i fondi vengono prelevati e rimborsati secondo le necessità del mutuatario. I *revolver* sono tipicamente soggetti ad ammortamento e possono essere richiamati dal mutuatario con il pagamento di una commissione"

⁶⁴ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

⁶⁵ Questa legge aveva l'obiettivo di tutelare i depositanti e scongiurare il verificarsi di eventi simili a quello avvenuto nel 1929

erogano prestiti, assicurano degli *asset* e forniscono altri servizi bancari e di conto corrente (anche, e soprattutto, a clienti *retail*). Le *investment bank* invece, come anticipato, forniscono servizi più complessi a grandi società e investitori istituzionali. Oggi, grazie ai grandi gruppi bancari internazionale, questa distinzione è sempre meno nitida. Secondo C. Demiroglu e C. James ci sono tre ragioni per cui i promotori di operazioni di LBO si affidano al cosiddetto *bank debt*: (i) la concentrazione della proprietà rende i prestiti bancari più facili da contrattare; (ii) si ritiene che le banche commerciali abbiano un vantaggio comparativo nel monitoraggio; (iii) quando gli LBO sono finanziati con un maggior numero di debiti bancari è probabile che gli effetti di incentivazione del debito siano più forti⁶⁶. Gli *institutional lenders*, invece, includono gli *hedge funds*, i fondi pensione, i *mutual funds* e le società assicurative. Anche questi enti, assieme alle banche, compiono operazioni di *due diligence*, concentrate soprattutto sul *business* operativo e sul *credit profile* della società *target*. Il loro obiettivo è infatti capire la solvibilità e la capacità di risarcire il debito di quest'ultima; proprio per questo i flussi di cassa attesi della *target* sono, per questi soggetti, i punti di maggiore attenzione. Argomento chiave in questo contesto sono i cosiddetti *covenants*. Questi sono “clausole di garanzia inerenti ad alcuni finanziamenti legati spesso ad indici di bilancio o a risultati aziendali. Il rispetto di tali clausole è fondamentale per la continuazione dell'erogazione del finanziamento. Spesso il mancato rispetto di tali clausole, oppure il mancato raggiungimento degli obiettivi quantitativi imposti dalle stesse, rende immediatamente esigibile il finanziamento”⁶⁷.

- ❖ *Bond Investors*: I compratori/emittenti dei cosiddetti *high yield bond* sono tendenzialmente investitori istituzionali, quali *hedge funds*, *mutual funds*, fondi pensione e società assicurative. Data la loro rilevanza e l'importo da loro acquistato, questi investitori partecipano alle cosiddette *roadshow presentations*, una serie di incontri in presenza (spalmati su 3-5 giorni) in cui il *management team* di una società, o lo *sponsor* in questo caso, si incontra appunto con un gruppo di investitori istituzionali per raccogliere capitale. Questi incontri sono preceduti dalla lettura, da

⁶⁶ “The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing”, C. Demiroglu, C. James, 2010

⁶⁷ “Principi contabili internazionali – Memento pratico”, Francis Lefebvre Giuffrè, 2022

parte degli investitori, dei cosiddetti *preliminary offering memorandum* (OM), i quali contengono una pletora di informazioni sulla società bersaglio. Bisogna sottolineare che i *bond*, in quanto *security*, sono soggetti ad una regolamentazione più stringente e soprattutto più *demanding* in termini di *disclosure*.

- ❖ *Private Credit Funds*: Questi soggetti, che come trattato nel paragrafo dedicato ai *trend* legati al LBO, stanno acquisendo una rilevanza sempre maggiore, “sono molto attivi nel *second lien term loan market*”⁶⁸, il quale è contraddistinto da *tranches* di finanziamento di minori dimensioni e più personalizzate alle esigenze del debitore. I *second lien term loans* sono dei prestiti in cui, qualora il *second-lien holder* abbia come garanzia gli stessi beni del *first-lien holder*, in caso di insolvenza del debitore, esso riceva il ricavato derivante dalla vendita dei beni del debitore solo dopo l'avvenuta liquidazione del *first-line holder*. Si tratta quindi di una forma di rimborso non prioritaria e quindi, meno tutelante. I fondi privati di credito, i quali mantengono il finanziamento come investimento, senza “ribaltarlo” come spesso fanno invece le banche d'investimento, contrattano i termini del finanziamento direttamente con gli *sponsor* dell'operazione, senza attendere la sottoscrizione e la “commercializzazione” del debito da parte di una banca d'investimento. Questa caratteristica può essere molto attrattiva per gli *sponsor* dell'operazione, nonostante renda spesso il finanziamento più caro e punitivo⁶⁹.

- ❖ *Target Management*: La direzione aziendale della *target*, rappresentata appunto dal *management*, svolge un ruolo chiave durante tutto il processo di LBO, e spesso anche nel post-LBO. Il *management* intrattiene rapporti sia con gli *sponsor* che con i vari finanziatori, *advisor* e *bankers*, e collabora con quest'ultimi nella progettazione e realizzazione dei vari documenti tipici di un'operazione di LBO. Il *management*, il quale influenza significativamente la credibilità della *target*, condiziona i termini di finanziamento dell'operazione e la valutazione della società da esso gestita. Spesso

⁶⁸ “Second line lending, why hedge funds can drive the UK market”, the Hedge Financial Journal, N. James, 2005

⁶⁹ Spesso, infatti, per compensare l'assenza della profonda *due diligence* eseguita dalla banca di investimento, i fondi che trattano direttamente con gli *sponsor* dell'operazione di LBO contrattano con quest'ultimi *covenants* più tutelativi

poi, questi soggetti detengono anche parte delle partecipazioni post-LBO, o compensi azionari, e proprio per questo sono incentivati a massimizzare la *performance* aziendale durante il cosiddetto *investment horizon*. Queste formule consentono agli *sponsor* di limitare i danni dell'*Agency Theory*. Quest'ultima solleva il seguente problema: "poiché nelle grandi *corporation* azionisti e *manager* sono soggetti distinti, e poiché ognuno dei due soggetti persegue inevitabilmente i propri interessi particolari, che altrettanto inevitabilmente tendono a non coincidere, i rapporti tra di essi devono essere in qualche modo regolati da un rapporto contrattuale, simile a quello di agenzia, nel quale i *manager* (gli *agent*) devono gestire l'impresa nell'interesse dei soci (i *principal*)"⁷⁰. È infine necessario ricordare che il *management* è decisamente più coinvolto e rilevante nelle operazioni di MBO, trattate in una sezione dedicata. In questo caso, infatti, i *manager*, spinti dalla volontà di ristrutturare la società, di proteggere la propria posizione manageriale, o di aumentare il proprio ritorno economico, promuovono loro stessi l'operazione di LBO, passando dall'essere "semplici" dirigenti ad essere proprietari dell'azienda che già gestiscono. In una variante meno comune, il *Management buy-in* (MBI), a ricoprire il ruolo di sponsor non sono i *manager* della *target*, bensì quelli di una società terza, esterna. Tutte queste casistiche sono appunto trattate nella sezione dedicata alla descrizione delle varie tipologie di LBO esistenti.

Per concludere, è interessante evidenziare come all'interno di un'operazione di LBO, gli stessi soggetti possano assumere ruoli differenti, in base alla circostanza specifica. A titolo esemplificativo, un fondo di PE può essere il promotore dell'operazione, può limitarsi a finanziarla, o può addirittura agire in qualità di acquirente della società bersaglio, come nel caso di un *secondary buyout*. Infine, anche le banche d'investimento, come si è potuto vedere, possono assumere ruoli assai differenti tra loro.

⁷⁰ "Economia Aziendale", G. Fiori, R. Tiscini, Egea, 2020

2.2: La candidata perfetta

“Nelle operazioni di LBO, per il buon esito dell’operazione stessa, è necessario valutare in via preliminare una serie di fattori con riferimento all’azienda da acquisire, per analizzarne la solidità economico-reddituale, patrimoniale e finanziaria, in quanto occorre garantire il rimborso del debito contratto dalla *newco* per l’acquisizione dell’impresa obiettivo”⁷¹. In termini più generali, i requisiti di fattibilità e di successo di un’operazione di LBO ruotano principalmente attorno a due aspetti: (i) la presenza delle caratteristiche ideali all’interno della società *target* e (ii) la stesura della migliore struttura finanziaria possibile (intesa come composizione di debito e capitale) per la *newco*. Questo paragrafo ha l’obiettivo di delineare gli aspetti chiave da ricercare in una appetibile azienda bersaglio.

Nel noto libro⁷² da lui scritto in tema *buyout*, il professore della Columbia University Enrique R. Arzac ha delineato le seguenti caratteristiche desiderabili:

- la presenza di ricavi prevedibili e stabili, e della capacità di generare flussi di cassa necessari a ripagare il debito;
- la presenza di un *management* competente che comprenda le esigenze imposte dalla sbilanciata struttura finanziaria del LBO;
- la natura non strategica di alcuni *asset* societari.

Analogamente, Rosenbaum e Pearl (2009) sostengono che le imprese con flussi di cassa relativamente stabili e prevedibili e con attività significative, sono buone candidate per i LBO, poiché esse possono sostenere quantità maggiori di debito. Infatti, da un lato il patrimonio della *target* fornisce la garanzia del prestito erogato, e dall’altro, una buona redditività permetterà la generazione di quei flussi di cassa necessari a ripagare la posizione debitoria contratta. La presenza poi di attività non strategiche e alienabili nel breve periodo, quali immobilizzazioni (perlopiù materiali), partecipazioni e linee di prodotto, permette all’azienda, in caso di necessità, di rimborsare parte dei debiti fisiologicamente contratti (*asset stripping*). Inoltre, una solida *asset base* tende anche a

⁷¹ “LBO e fusione inversa”, Amministrazione & Finanza” n.2/2024, IPSOA, Wolters Kluwer, M Orlandi

⁷² “Valuation for mergers, buyouts and restructuring”, Enrique R. Arzac, Wiley, 2005

evidenziare la presenza di elevate barriere all'ingresso, a causa dei consistenti investimenti di capitale richiesti, funzionali a scoraggiare l'ingresso di nuovi operatori nei mercati di riferimento. Anche un'adeguata dotazione di beni strumentali tecnologicamente avanzati è fondamentale perché comporta la non-necessità di compiere nuovi investimenti, deleteri sia per la struttura dell'indebitamento che per i flussi di cassa, i quali dovrebbero essere riservati esclusivamente all'estinzione del debito precedentemente contratto. Le sole immobilizzazioni, tra l'altro, non sono neanche più considerate sufficienti per garantire un'ottima valutazione della *target*, infatti, ciò che sempre di più è apprezzato, è la presenza di rami di azienda cosiddetti *burden*, cedibili magari ad aziende di dimensioni inferiori e più in sinergia con l'attività stessa del ramo d'azienda. È utile ricordare, inoltre, che queste attività rivestono un ruolo fondamentale, come garanzie, anche *ex-ante*, durante i processi di negoziazione del debito. “A queste attività vanno poi aggiunti gli eventuali crediti commerciali, purché facilmente incassabili, così da avere una maggiore attività e liquidità di cui tener conto in sede di analisi”⁷³. Ciò che oggettivamente è di vitale importanza è la possibilità di incidere seriamente per efficientare i processi e massimizzare la *performance*, tenendo a mente che il fine ultimo di un'operazione di LBO è l'uscita dall'investimento e la contestuale realizzazione di un *capital gain*. Strategie volte alla riduzione delle spese generali dell'azienda, alla razionalizzazione delle *operations*, alla ricerca di una produzione più snella, alla riduzione del personale, alla ricerca di nuovi clienti/fornitori, o di condizioni migliori nei confronti di questi, alla razionalizzazione della catena di approvvigionamento e all'implementazione di nuovi sistemi informativi gestionali, sono infatti la chiave del successo di un'operazione di LBO. Questa condizione di manovrabilità dell'azienda dipende ovviamente dalla complessità della stessa ma, soprattutto, dall'abilità del *management*.

2.2.1: L'ambiente esterno ottimale dove ricercare la target

Il processo di *scouting* e selezione della perfetta azienda *target* inizia, in realtà, dall'identificazione del settore e dell'ambiente in cui essa deve operare. Solo

⁷³ “Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”, A. Gervasoni, Fabio L. Sattin, Guerini Next, 2015

successivamente, in collaborazione con i vari *advisor* finanziari, si procede alla fase di scrematura basata su dati economico-finanziari empirici e verificabili.

Molti candidati LBO gestiscono un'attività matura o di nicchia, con una base di clienti consolidata e/o di contratti di vendita a lungo termine; spesso, inoltre, dispongono di un marchio forte. Queste qualità, riassunte dal concetto di posizione predominante e quota di mercato difendibile, creano barriere all'ingresso e aumentano sia la stabilità che la prevedibilità del flusso di cassa di un'azienda. Un mercato maturo, e quindi non soggetto a frenetiche espansioni, crea le condizioni ottimali per non gravare eccessivamente sui flussi di cassa: in questo caso, infatti, non ci sarebbe né l'esponenziale aumento del magazzino né quello dei crediti.

In base a quanto fin qui detto, sembrerebbe che, rifacendosi alla famosa e consolidata *BCG Matrix*⁷⁴, l'azienda *target* dovrebbe essere una cosiddetta *cash-cow*.

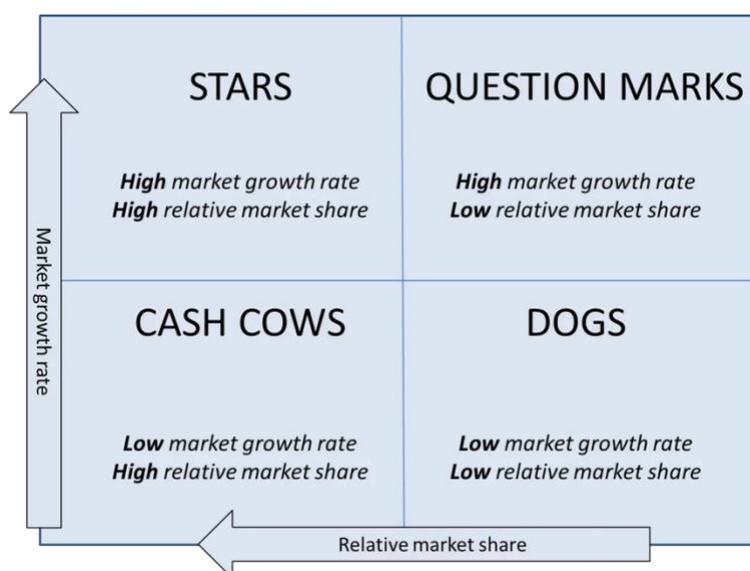


Figura 10: Fonte "Peak Frameworks"

Questa famosa matrice considera come parametri il tasso di crescita del mercato e la quota di mercato dell'azienda in esame. La caratteristica delle aziende *cash-cows* è quella di avere una posizione predominante in un mercato maturo, con tassi di crescita contenuti.

⁷⁴ Definizione Monash Business school: "strumento ideato dal Boston Consulting Group di Harvard per la classificazione di aziende, prodotti e unità strategiche di business (SBU); la matrice, basata sul tasso di crescita percentuale del mercato all'anno e sulla quota di mercato rispetto al leader di mercato, consente al pianificatore di classificare ogni prodotto o SBU come "Cash Cow", "Star", "Question Marks" o "Dog" per sviluppare strategie di marketing adeguate alla propensione di ogni categoria a generare o utilizzare denaro"

Questo non è sempre vero però. Molto importante rimane, in alcuni casi, il potenziale di crescita: “una crescita redditizia della linea di *business*, a tassi superiori a quelli di mercato, aiuta a ottenere rendimenti più elevati, generando maggiore liquidità disponibile per il rimborso del debito e aumentando al contempo l’EBITDA e il valore delle azioni. La crescita aumenta anche la velocità e l’opzionalità delle *exit opportunities*. Ad esempio, un forte profilo di crescita è particolarmente importante se l’azienda obiettivo è designata ad un’eventuale *exit* tramite IPO”⁷⁵. Altri candidati invece sono associati a divisioni *non core* o sottoperformanti di aziende più grandi, rappresentano aziende trascurate o in difficoltà con un potenziale di rilancio, o ancora aziende in mercati frammentati che potrebbero essere parte di una strategia di *roll-up*⁷⁶. Questo dimostra come non ci sia un mercato ideale all’interno del quale scovare la candidata perfetta.

2.2.2: L’analisi patrimoniale

A prescindere da questi ragionamenti generali e qualitativi, le caratteristiche dell’azienda bersaglio da tenere in considerazione sono di natura patrimoniale, finanziaria e reddituale. Per quanto riguarda il primo aspetto, quello patrimoniale, i temi sui quali concentrare maggiore attenzione sono sicuramente la solidità aziendale e l’indebitamento. Un’azienda è solida se è in grado di mantenersi in equilibrio finanziario nel medio-lungo periodo, monitorando: (i) le modalità di finanziamento delle immobilizzazioni; (ii) il grado di autonomia finanziaria o grado di indebitamento e (iii) la sostenibilità dell’indebitamento. Con riferimento al punto (i), bisogna accertarsi che le immobilizzazioni non siano finanziate con fonti a breve termine; solitamente le alternative per il finanziamento delle immobilizzazioni sono: (a) finanziamento tramite patrimonio netto, forma che conferisce maggiore solidità all’impresa; (b) finanziamento tramite passivo non corrente, che consente all’impresa di crescere maggiormente, a scapito di qualche “punto” in termini di solidità; e (c) finanziamento tramite passivo corrente, scelta da evitare poiché in tal caso si dovrebbe estinguere il prestito prima ancora di poter beneficiare dei risultati degli

⁷⁵ “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

⁷⁶ Una strategia del genere comporta la consolidazione di varie aziende all’interno di un mercato frammentato, con l’obiettivo di creare una società con una maggiore dimensione, scala, competitività ed efficienza

investimenti. Molto utile, in questa fase, calcolare il cosiddetto quoziente secondario di struttura, espresso dalla seguente formula:

$$\frac{(PN^{77} + PNC^{78})}{AF^{79}}$$

Questo indice deve essere maggiore di 1, casistica che accerta che il finanziamento delle immobilizzazioni avvenga esclusivamente con fonti a medio-lungo termine. Per quanto riguarda il punto (ii), ovvero il grado di indebitamento, è fondamentale mettere a confronto i mezzi propri (solitamente intesi come i conferimenti in *equity* dei soci), con le fonti di terzi (rappresentati da debiti commerciali, ricavi anticipati ma soprattutto dai debiti finanziari). Proprio i debiti finanziari, spesso al netto della liquidità, compaiono nel famoso indice *debt-to-equity-ratio*, qui di sotto riportato:

$$\frac{DFN^{80}}{PN}$$

Fino a valori di 1-1,5 l'indebitamento è ritenuto fisiologico; bisogna tuttavia considerare che questi indicatori sono estremamente condizionati dal settore e dalla fase di vita dell'azienda, ed è pressoché impossibile definire delle condizioni di validità generale, soprattutto in un contesto dinamico come quello del LBO. Infatti, se 1,5 è un valore pienamente accettato nel generale mondo della valutazione aziendale, per le operazioni di LBO si ricercano aziende meno indebitate in partenza, così da poter sfruttare al massimo l'effetto di leva. Infine, sempre nell'ambito della sfera patrimoniale bisogna considerare la sostenibilità dell'indebitamento, anticipata al punto (iii). Per analizzare infatti la capacità dell'azienda di ripagare i debiti contratti è necessario confrontare i valori patrimoniali con i valori economici di risultato. Un *ratio* spesso utilizzato in questo contesto è quello che mette a rapporto la posizione finanziaria netta (PFN) con gli *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA):

⁷⁷ Patrimonio netto

⁷⁸ Passivo non corrente

⁷⁹ Attivo fisso

⁸⁰ Debiti finanziari netti (debiti finanziari al netto della liquidità o delle attività finanziarie prontamente liquidabili)

$$\frac{PFN^{81}}{EBITDA}$$

Ovviamente, minore è il rapporto, migliore è la condizione dell'azienda, nonostante siano considerati pienamente accettabili valori fino a 2,5-3. Questo indicatore può estrinsecarsi in forme alternative (spesso al posto dell'EBITDA si inserisce il fatturato; in questo caso però, il valore finale non deve essere superiore al 30%). Un altro indicatore pienamente utilizzato è il cosiddetto *interest coverage ratio*, ovvero il rapporto tra EBIT⁸² e oneri finanziari⁸³, che indica il “numero di volte in cui il risultato operativo copre gli interessi netti”. In realtà questo indicatore è anche molto utile per stimare la capacità stessa di indebitamento dell'impresa, oltre che la solvibilità⁸⁴. Un valore ottimale è da ricercarsi attorno a 3,5. In generale quindi, gli investitori istituzionali prediligono società molto capitalizzate e poco indebitate; bisogna ricordare che il loro obiettivo durante la valutazione della condizione patrimoniale-finanziaria è capire se la capacità d'indebitamento dell'impresa sia già stata pienamente utilizzata. Inoltre, a differenza del capitale di terzi, il quale prevede il pagamento periodico di oneri finanziari che hanno un impatto negativo sui risultati economici della gestione, il capitale proprio è vincolato a tempo indeterminato nell'azienda e non ha alcun obbligo di remunerazione.

2.2.3: L'analisi finanziaria

La componente finanziaria, invece, “attiene alle modalità di copertura finanziaria che l'azienda adotta a fronte delle proprie scelte operative e d'investimento (scelta tra capitale di rischio e di credito, onerosità del debito, scadenze ecc)”⁸⁵. Fondamentale in questa fase è l'analisi della liquidità, con la quale si analizza l'entità e la manifestazione monetaria dei flussi di cassa, a confronto con il passivo corrente. In questo caso si possono usare

⁸¹ La PFN è una *non-GAAP measure* che non è richiesta neanche dallo IASB (international accounting standard board). Nonostante questo, però, la PFN (o indebitamento finanziario netto) è spesso utilizzata come *benchmark* di *performance* e sebbene non ci sia un unico metodo di calcolo, tendenzialmente è data dalla somma dei debiti finanziari (a breve e lungo termine) al netto della somma della liquidità e dei cosiddetti *cash equivalent* (ovvero quelle componenti dell'attivo, tendenzialmente di natura finanziaria, facilmente e prontamente liquidabili)

⁸² *Earnings before interest and taxes*

⁸³ In inglese, *interest expenses*

⁸⁴ “Economia Aziendale”, G. Fiori, R. Tiscini, Egea 2020

⁸⁵ “Economia Aziendale”, G. Fiori, R. Tiscini, Egea 2020

vari indicatori, come il *quick ratio*⁸⁶ ad esempio; tuttavia, il più utilizzato è decisamente il *current ratio*, espresso dalla seguente formula:

$$\frac{AC^{87}}{PC^{88}}$$

Questo indice assicura l'equilibrio finanziario nel caso in cui sia maggiore di 1. Il significato sotteso al *current ratio* è l'abilità dell'azienda di ripagare le sue passività correnti con il suo attivo corrente; proprio per questo è anche chiamato *working capital ratio*. Dato che questo *ratio* è uno *snapshot*, e non fornisce informazioni relative alle tempistiche con cui avvengono i flussi di cassa in entrata ed in uscita, gli indici del circolante, ovvero i *cash conversion ratio* (tempo medio di incasso dei crediti, di pagamento dei debiti commerciali e di giacenza delle scorte) forniscono una ulteriore utile informativa. L'*output* finale rilascia un valore la cui unità di misura sono proprio i giorni.

2.2.4: L'analisi sulla redditività

Infine, è fondamentale porre attenzione sulla condizione reddituale dell'impresa. "L'analisi della redditività è l'espressione principale dell'equilibrio economico dell'azienda e indica la sua capacità di generare ricchezza e remunerare il capitale investito. Dapprima si verifica il risultato finale in termini di redditività residuale per gli azionisti, poi si analizzano le cause determinanti dello stesso, che possono essere ascrivibili (fatte salve le componenti di reddito straordinario) alla gestione operativa, *extra* caratteristica o finanziaria"⁸⁹. L'indicatore cardine della redditività, per gli azionisti in questo caso, è il *return on equity* (ROE)⁹⁰:

$$\frac{UN}{PN}$$

⁸⁶ (Attivo corrente – magazzino)/passivo corrente

⁸⁷ Attivo corrente (o circolante)

⁸⁸ Passivo corrente (o circolante)

⁸⁹ *Economia Aziendale*, G. Fiori, R. Tiscini, Egea 2020

⁹⁰ Un indice più preciso, in realtà, contiene al denominatore la media tra il patrimonio netto della società all'inizio e alla fine dell'anno in cui esso è calcolato.

Il significato sotteso a questo indicatore è il seguente: quanto rende, in percentuale, il capitale investito nell'azienda (o nel ramo della stessa) dai possessori di *equity*. In questo indicatore l'*output* è il risultato dell'esercizio mentre l'*input* è il capitale investito dagli *shareholders*, i soci. Le stime relative a questo indicatore sono di fondamentale importanza, dato che spesso, proprio il ROE è il discrimine per intraprendere o meno un'operazione di LBO su una determinata società⁹¹. Come anticipato nel capitolo introduttivo, gli *sponsor* ambiscono, in media, ad un rendimento annualizzato compreso tra il 15% e il 20%⁹². Alcune fonti, autorevolissime, propongono, per il calcolo del ROE di inserire l'EBIT al numeratore, per avere un valore "meno contaminato". Un altro indicatore sul quale porre estrema attenzione è il *return on investments* (ROI), spesso definito in maniera totalmente equivalente *return on invested capital* (ROIC), riportato dalla formula seguente:

$$\frac{EBIT}{CION}^{93}$$

Il ROI si ottiene rapportando al reddito operativo, ovvero quello della gestione caratteristica, il capitale investito nella stessa. Nel caso in cui la redditività degli investimenti sia superiore al costo degli stessi, si verificano le condizioni per ottenere il successo dell'operazione di LBO. Spesso, al posto dell'EBIT, nel calcolo del ROI, è utilizzato il NOPAT⁹⁴, che parte dal primo valore e lo rettifica per la componente delle tasse. Questo indice è un sostanzialmente la sintesi della *performance* aziendale, dato che dipende:

- dalla relazione tra ricavi di vendita e reddito operativo (effetto di leva operativa);
- dai costi operativi (efficienza);

⁹¹ Il ROE può diventare ancora più rappresentativo se si ricorre allo schema di DuPont:

$$\frac{Net\ profit}{sales} * \frac{sales}{average\ total\ assets} * \frac{average\ total\ assets}{average\ equity}$$

Il primo rapporto (*profit margin*) indica quanto utile si riesce ad estrapolare dalle vendite (profittabilità); il secondo (*asset turnover*) quanto sia efficiente l'utilizzo delle immobilizzazioni, e soprattutto quanto queste riescano a creare ricavi (efficienza), il terzo (*equity multiplier*) invece è un indice di leva finanziaria.

⁹² "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

⁹³ Capitale investito operativo netto. Questo valore è estrapolato dalla differenza tra impieghi e fonti operative (immob. + rimanenze + crediti commerciali – debiti commerciali – ricavi anticipati)

⁹⁴ $EBIT * (1 - \frac{spese\ per\ imposte\ sul\ reddito}{EBT})$

- dagli investimenti fissi (rotazione delle immobilizzazioni);
- dal capitale circolante netto operativo (ciclo del circolante).

Nel capitolo dedicato al LBO dell'autorevole rivista Amministrazione & Finanza (n.2, edizione 2024), viene evidenziato che, in un'operazione di questo tipo, il ROI da ricercare sarebbe superiore al 12%, mentre il ROE superiore all'8%. Bisogna ricordare ancora una volta che questi valori debbono essere contestualizzati sulla base di svariati parametri, e che sia praticamente impossibile determinare dei valori validi per ogni casistica.

Tutte queste componenti, quella patrimoniale, finanziaria e reddituale, vengono considerate nella selezione dell'azienda *target*. Alcune di queste variabili, quantitative e perfettamente misurabili, sono riassunte nel cosiddetto *business plan* dell'azienda obiettivo, il quale assume un ruolo centrale nella decisione dello *sponsor*. In questo documento, per certi aspetti più qualitativo, dato che fornisce *in primis* una descrizione dell'azienda e del suo *business*, è presente anche l'analisi della domanda, dei canali di vendita e del mercato aggredibile (*marketing plan*)⁹⁵, oltre che dei *trend* che coinvolgono il settore. Si procede poi con l'analisi dei *competitors*, attuali e potenziali, e con l'analisi SWOT. Quest'ultima “esplicita da un lato i punti di forza e di debolezza dell'impresa, dall'altro le condizioni del contesto (allargato e competitivo) descritte in termini di minacce e opportunità per l'impresa stessa”⁹⁶. Anche la descrizione del *team* e della strategia, la quale si definisce basandosi sui due fattori appena citati, assumono un ruolo fondamentale.

Per concludere questa sezione, è oggettivamente utile riassumere brevemente le caratteristiche ricercate nella *target*, nel settore e nell'ambiente che la circondano:

- Forte generazione di flussi di cassa: i cosiddetti *debt investors* richiedono un modello di *business* che possa sopportare i periodici pagamenti degli interessi e del capitale tramite gli introiti generati;

⁹⁵ Spesso si utilizza la famosa analisi TAM SAM SOM

⁹⁶ “Economia e Gestione Sostenibile delle Imprese”, M. Caroli, Mc Graw Hill, 2021

- Forte *asset base*: come anticipato, l'attivo aziendale permette sia di contrattare condizioni di prestito più agevolate, che di generare ulteriore *cash flow* nel caso in cui i vari *asset* non siano più utili al *business* aziendale (*asset stripping*);
- Basso livello di indebitamento: l'assenza di una rilevante mole di debiti preesistenti consente allo *sponsor* di massimizzare la capacità di indebitamento funzionale al LBO, ed evitare una struttura insostenibile;
- Posizione di mercato predominante e difendibile: questa fattispecie (data da un marchio riconoscibile, relazioni durature con la clientela, economia di scala ecc.) contribuisce alla prevedibilità dei flussi di cassa;
- Potenziale di crescita: in alcuni casi questa caratteristica, apparentemente contrastante con una precedentemente citata, può essere auspicabile. Le società con un solido profilo di crescita hanno maggiori probabilità di ottenere una "espansione multipla" dell'EBITDA durante l'*investment horizon*, il che aumenta ulteriormente i rendimenti;
- Opportunità di ottimizzazione dell'efficienza: focalizzazione sul *core business*, revisione della *supply chain*, tagli al personale, negoziazione di condizioni più favorevoli con clienti e fornitori, sono solo alcune delle misure volte a migliorare l'efficienza, e quindi la *performance*, della *target*;
- Linee di prodotto a basso contenuto tecnologico: questa fattispecie permette all'azienda di non dover investire eccessivamente in R&D, non dovendo intaccare i flussi di cassa e mantenendo il *focus* sulla strategia di *exit*;
- Bassa necessità di *capex*⁹⁷: un'azienda con un basso fabbisogno di capitale è più in grado di generare flussi di cassa. Tuttavia, un'azienda con un grande fabbisogno di capitale può rappresentare un'opportunità di investimento interessante se ha un profilo di crescita forte e margini di profitto elevati, e se la strategia viene valutata approfonditamente durante la *due diligence*;
- *Management* collaudato: questa condizione è necessaria tanto in termini operativi che di affidabilità percepita. Durante un LBO il *management* gestisce una società fortemente indebitata che deve generare flussi di cassa ambiziosi;

⁹⁷ *Capital Expenditure*: ammontare di *cash flow* adoperato per finanziare gli investimenti nelle immobilizzazioni di natura operativa (si fa riferimento, evidentemente, ad investimenti in capitale fisso)

- Tutti quei parametri e intervalli specifici relativi ad indicatori comunemente adottati, i quali sono stati ampiamente trattati in precedenza.

Alla fine del processo di valutazione di tutte queste fattispecie, svolto dallo *sponsor* in collaborazione con l'*advisor* finanziario, si possono suddividere le aziende oggetto di analisi in tre categorie:

- *Premium companies*: aziende completamente adatte ad essere oggetto di acquisizione, non eccessivamente indebitate e che garantiscono un certo grado di certezza nella capacità di rimborsare il debito e generare un *capital gain* per gli *sponsor*;
- *Second companies*: aziende che, seppur contemplino un maggior grado di rischiosità a causa della mancanza di alcuni dei requisiti sopracitati, possono comunque rappresentare delle valide candidate per operazioni di LBO. Il *management* avrà un compito più difficile, ma allo stesso tempo gli *sponsor* possono contrattare dei prezzi di acquisto più vantaggiosi, godendo eventualmente dei rendimenti maggiorati;
- *Troubled companies*: aziende che spesso, oltre a trovarsi in settori non maturi, hanno una struttura finanziaria particolarmente appesantita. In altri casi queste aziende delineano l'impossibilità o l'eccessiva onerosità di generare *cash flow* adeguati. Fondamentale è, in quest'ultimo caso, individuare le cause alla base di questa fattispecie, dato che spesso si tratta di situazioni rimediabili. Secondo la regola "maggiore rischio, maggiore rendimento", queste aziende potrebbero generare dei profitti elevatissimi, nel raro caso in cui però l'operazione non sia un fallimento.

2.3: La costituzione della NEWCO

Questa fase, nonostante sia quasi esclusivamente di natura burocratica, è di fondamentale importanza, poiché è proprio tramite questo veicolo societario che si raccoglie il capitale necessario ad acquisire l'azienda bersaglio. La *newco* è essenzialmente una scatola vuota costituita dal soggetto promotore dell'operazione di LBO. Per onor di cronaca, bisogna evidenziare il fatto che lo *sponsor* dell'operazione potrebbe già predisporre di un *entity* utilizzabile per l'acquisizione della società obiettivo, e potrebbe quindi utilizzare la stessa per raccogliere le partecipazioni ed il capitale di debito. Questa casistica, tuttavia, è ben più rara e soprattutto meno conveniente, dato che espone a rischio il patrimonio della società. Nel caso in cui il promotore di un LBO sia un soggetto privo di struttura organizzativa preesistente, come un *manager*, un componente di un gruppo familiare o un socio di minoranza della *target*, è ovviamente necessario passare per la predisposizione di una *newco*. Quest'ultima può assumere qualsiasi forma legale, ma si preferisce quella di società di capitali, ed in particolare di società per azioni, per varie ragioni. In particolare, questa forma societaria fornisce la possibilità (i) di trasferire i diritti incorporati nelle azioni, (ii) di collocare il pegno sulle stesse, (iii) di emettere molteplici tipologie di strumenti finanziari, e (iv) di operare, attraverso la fusione per incorporazione, la trasformazione di forma giuridica della *target*, qualora questa fosse una società a responsabilità limitata. La *newco* svolge un ruolo fondamentale per la raccolta del capitale, sia di rischio che di debito. “Da un punto di vista fiscale la strutturazione dell'operazione porta con sé la compensazione intersoggettiva dei redditi della società *target* con quelli del veicolo utilizzato per l'acquisizione”⁹⁸. Inoltre, tramite questo tipo di attività si verifica un effetto traslativo del debito, dalla società veicolo alla stessa società *target*. La *newco* assumerà poi un ruolo chiave nella fase di fusione per incorporazione delle due società, la quale, tuttavia, non è oggetto di questa tesi.

⁹⁸ “Leveraged buy-out e mutamento dell'assetto proprietario”, Gian M. Committeri, *Abuso del Diritto*, 2019

2.4: Il finanziamento del LBO

Come anticipato precedentemente, la predisposizione della miglior struttura finanziaria possibile è, oltre alla presenza di determinate caratteristiche della *target*, condizione necessaria per il successo della strategia di LBO. Infatti, nel capitolo introduttivo, citando J. Rosenbaum e J. Pearl, è stato affermato che il debito compone in media il 60% - 70% del prezzo dell'azienda bersaglio, per non citare i periodi storici in cui è arrivato a sfiorare addirittura il 90%. Di conseguenza, proprio per le caratteristiche intrinseche di un'operazione di questo tipo, lo *sponsor* e gli *advisor* devono spendere molto tempo per la selezione del miglior tipo di finanziamento, considerando, come si vedrà in seguito, l'ampia gamma di strumenti tra i quali scegliere. L'ampio ricorso al debito serve allo *sponsor* anche per mantenere il controllo e l'autonomia di scelta sulla *target*, senza consentire l'ingresso nel capitale della stessa a soggetti terzi. Questa condizione di elevato debito ha una conseguenza principale: l'aumento del rischio. Come se non bastasse, alcune tra le varie componenti del debito tipiche di un LBO sono generalmente etichettate dalle più famose aziende di *rating* come *non-investment grade*⁹⁹. La figura sottostante elenca le principali tipologie di finanziamento e le "classifica" in base ad alcuni parametri. Come regola generale, più uno strumento di debito si trova in alto in questa fittizia struttura del capitale, meno questo è rischioso, e, di conseguenza, minore è il suo costo. Quest'ultima caratteristica tende invece ad essere inversamente proporzionale alla flessibilità dello strumento¹⁰⁰. Da questa figura si evince quindi che le principali forme di debito, descritte poi più avanti, sono appunto i debiti bancari, le obbligazioni ad alto rendimento ed il debito mezzanino. Verranno poi descritte forme secondarie, come ad esempio i *bridge loans*, che occupano un ruolo di minor rilievo rispetto a quelli già citati. Infine, ovviamente, verrà trattata anche la componente del prezzo di acquisto dell'azienda bersaglio complementare al debito, ovvero il capitale di rischio, l'*equity*.

⁹⁹ Rating "Ba1" e inferiore da parte di Moody's Investor Service e "BB+" e inferiore da parte di Standard and Poor's

¹⁰⁰ Ad esempio, il *secured loan* è sì meno costoso, ma dato che affida le sue garanzie su strumenti tangibili è spesso regolato da *covenant*, i quali limitano la possibilità di contrarre altro debito o di intraprendere determinate azioni

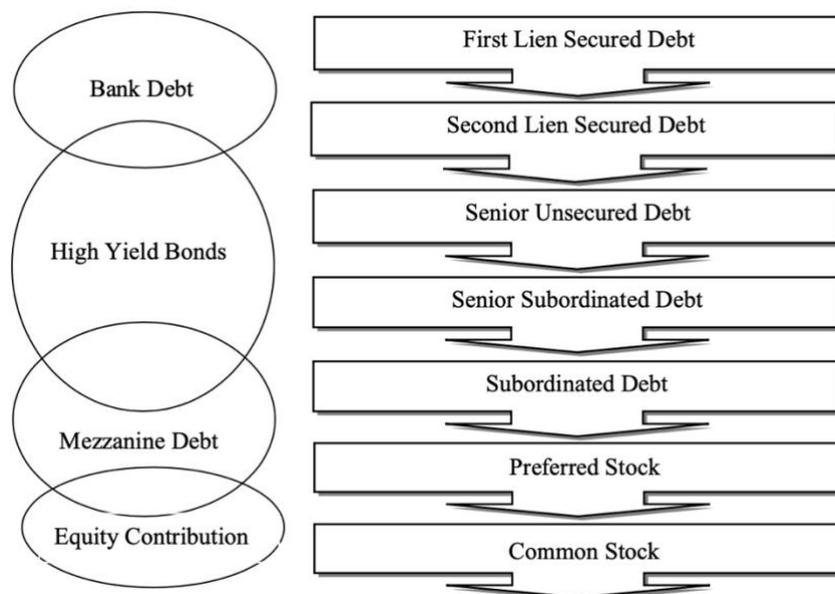


Figura 11: Fonte “The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market, J. Pinto 2021”

Fatta questa introduzione generale, è necessario, tuttavia, affermare come non ci sia una strutturazione perfetta in termini assoluti, ed infatti, il seguente *excursus* storico sulla composizione del debito ne è la riprova. Oltre alla tipologia della società, il contesto economico generale e la fiducia riposta nel mercato influenzano incredibilmente la struttura finanziaria da adottare, come si evince dalle immagini che seguono (che adottano come arco temporale di riferimento il decennio dal 2009 al 2018). Ad esempio, nel periodo indicato, parametri quali: (i) il livello di leva finanziaria medio, (ii) il multiplo di acquisto, (iii) la percentuale di capitale proveniente da ciascuna classe di debito e (iv) il contributo azionario, sono drasticamente cambiati.

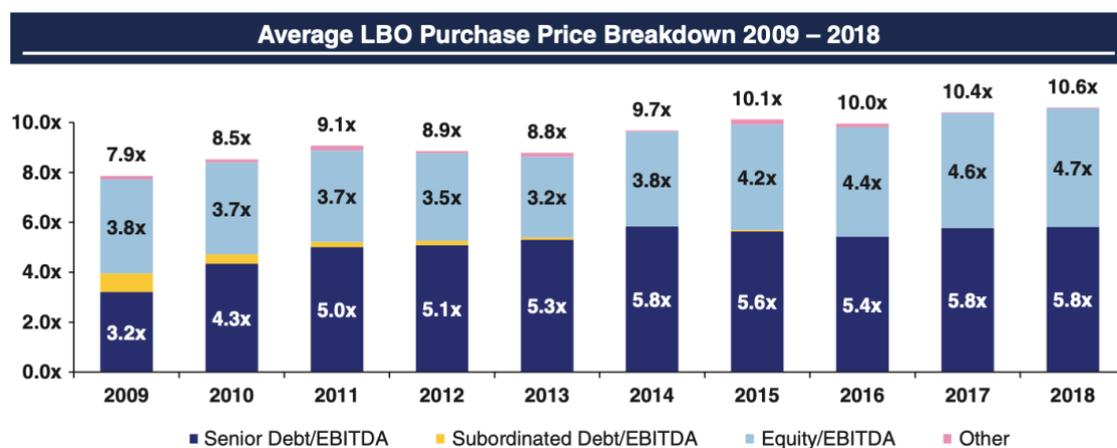


Figura 12: Fonte “Standard & Poor’s Leveraged Commentary & Data Group”¹⁰¹

L’immagine cui sopra riporta il *price breakdown* delle operazioni di LBO e, com’era prevedibile, si può notare che i livelli medi di leva finanziaria sono incredibilmente aumentati durante l’arco temporale in esame. Il livello di partenza post crisi del 2008 era infatti particolarmente basso, poco inferiore a 4,0x, mentre al termine del periodo di riferimento questo valore è arrivato a circa 6,0x. Allo stesso tempo però il multiplo medio del prezzo di acquisto è aumentato da meno di 8,0x nel 2009 ad oltre 10,5x nel 2018. In termini relativi quindi, nel 2009 il debito, nella sua interezza, rappresentava circa il 50% del multiplo di acquisto; nel 2018 invece la percentuale di debito era oggettivamente maggiore del 50%. Anche la composizione del debito stesso ha subito drastiche modifiche nel periodo in esame, come mostra l’immagine seguente.

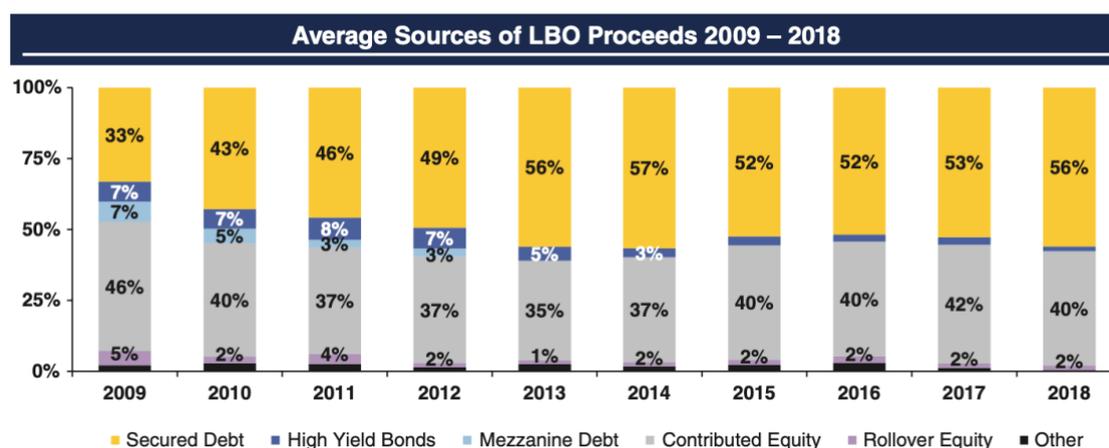


Figura 13: Fonte “Standard & Poor’s Leveraged Commentary & Data Group

I dati sicuramente più significativi che si possono estrarre dal grafico in Figura 13 sono principalmente tre. In *primis* c’è stato un notevole aumento dell’utilizzo del *secured debt*, ovvero di quel debito garantito da un *collateral*. Di seguito verranno esposte le principali caratteristiche di ogni strumento di debito, tuttavia, bisogna anticipare già da adesso che l’incrementale utilizzo di questa forma di finanziamento è dovuto principalmente al minor costo dello stesso e alla “paura” derivante dagli scossoni finanziari che hanno coinvolto

¹⁰¹ Il debito *senior* comprende i prestiti, il debito di secondo grado, le *senior secured notes* e le *senior unsecured notes*. Il debito subordinato comprende il debito subordinato *senior* e *junior*. L’*equity* comprende il debito *HoldCo* e le note di vendita, le azioni privilegiate, le azioni ordinarie e il patrimonio netto laminato. Altro è la liquidità e qualsiasi altra fonte non classificata

il periodo in esame e quello subito precedente. In maniera speculare, per le stesse cause, l'altro aspetto sul quale riflettere è la sempre minor rilevanza dei cosiddetti *high yield bonds*, le obbligazioni ad alto rendimento, che per anni hanno accompagnato il mondo del LBO. I titoli obbligazionari ad alto rendimento sono stati per troppo tempo affiancati al concetto di *junk bond*, ovvero titolo spazzatura, i quali hanno generato delle catastrofi finanziarie immani verso la fine degli anni '80, diventando sempre meno appetibili, e sempre più rischiosi. Questo fenomeno, riassumibile con il concetto di allontanamento del LBO dal credito proveniente dai mercati pubblici, è stato trattato nella parte finale della sezione dedicata all'*excursus* storico sul LBO. Tornando alla composizione del debito, l'ultima componente "centrale" dello stesso è il debito mezzanino, il quale, tuttavia, ha perso notevolmente l'attrattiva che vantava nel 2007. Infatti, da che questo componeva circa il 7% del prezzo di acquisto nel 2007, è arrivato ad essere praticamente inutilizzato alla fine del 2018. Come anticipato quindi, il classico debito bancario ha "rubato spazio" alle altre forme di indebitamento più rischiose. L'ultimo *trend* da analizzare è legato all'altra componente del prezzo di acquisto della *target*, l'*equity*. La percentuale di capitale di rischio era ovviamente molto alta nel 2009, data l'incertezza sui mercati, ma aveva un *trend* decrescente. La crisi dei debiti sovrani ha contribuito ad aumentare nuovamente l'incertezza e dal 37% del 2011 si è passati al 42% del 2017.

Adesso, a seguito di quest'analisi cronologica di alcuni parametri interessanti, si affronterà il tema centrale di questa sezione: le principali forme di debito e le caratteristiche di ognuna di esse.

2.4.1: Secured Debt

Il *secured debt*, anche noto come "debito garantito", "debito *senior*" o semplicemente "debito bancario", rappresenta da sempre, come evidenziato dalla figura precedente, la componente principale del capitale propedeutico al pagamento del prezzo di acquisto della *target*. Il debito garantito è emesso sotto forma di prestito (*loan*) e non di *security*, e proprio per questo non è soggetto agli stringenti regolamenti della SEC¹⁰². Il debito

¹⁰² Securities and Exchange Commission

senior è emesso tipicamente dalle banche commerciali, le quali valutano gli *asset* ed anche i flussi di cassa della *target* come garanzie¹⁰³, ed ha una durata media compresa tra i sei e i sette anni. Proprio questa è la prima grande caratteristica del debito *senior*, il fatto che sia garantito dalle attività reali della *target*, le quali lo rendono meno rischioso, e quindi più economico. Su questa forma di debito grava ovviamente un tasso d'interesse, tendenzialmente variabile, indicizzato solitamente al LIBOR¹⁰⁴. È utile sottolineare che, come evidenziato in altre sezioni di questo elaborato, il suddetto tasso è aumentato esponenzialmente nell'ultimo periodo, rendendo questa forma di debito comunque più costosa nel tempo. Infine, il classico debito bancario è generalmente estrinsecabile anche nelle seguenti sottocomponenti:

- *Revolving credit facility*: che consente al mutuatario di prelevare importi variabili, con l'obiettivo di ottenere liquidità in base alle necessità del capitale circolante, fino ad un limite complessivo predeterminato. Durante l'arco temporale stabilito¹⁰⁵, gli importi presi a prestito possono essere rimborsati e ripresi a prestito un numero praticamente infinito di volte. Il *revolver* è tendenzialmente la forma di debito più economica in assoluto, ed il prezzo da pagare per questo è la minor flessibilità, causata dai vari *covenants*¹⁰⁶ e dalla *first priority security interest* ("lien"). Quest'ultima caratteristica concede al finanziatore, la banca solitamente, una sorta di prelazione sui beni messi a garanzia dal mutuatario, e quindi, elimina parte dei rischi associati al finanziamento. Una variante ancor più cautelativa per l'investitore del debito è la cosiddetta *Asset-based Lending Facility* (ABL). Questa forma è più adatta ad aziende ad alta intensità di capitale, ed è garantita sia da un *first priority lien* su tutte le attività correnti, quali crediti commerciali e magazzino, che da un *second priority lien* sugli altri asset (solitamente PP&E¹⁰⁷). Inoltre, nonostante le citate attività a garanzia siano considerate facilmente monetizzabili, altre tutele accessorie caratterizzano questa forma di debito; tra

¹⁰³ Da qui il termine *secured*

¹⁰⁴ Definizione treccani: "Tasso di interesse 'ask' domandato dalle banche per i depositi in euro. Questo tasso interbancario, calcolato dall'agenzia Reuters per conto della British Bankers' Association, rappresenta il tasso al quale tali banche si prestano reciprocamente denaro, con operazioni che avvengono normalmente dopo la chiusura dei mercati"

¹⁰⁵ Solitamente il cosiddetto *tenor* per i *revolver* è di circa cinque o sei anni, durata compatibile con il tipico *investment horizon* dell'operazione di LBO

¹⁰⁶ In questo caso l'emittente si accerta trimestralmente che il beneficiario rispetti un determinato *credit profile*, sulla base di condizioni quali l'investimento in *capex* o il massimo grado di leva

¹⁰⁷ *Property, Plant and Equipment*: in italiano "immobili, impianti e macchinari"

queste vale la pena evidenziare ad esempio l'obbligo di rendicontazione periodica delle garanzie e delle valutazioni. Di conseguenza, a parità di altre condizioni, il tasso d'interesse richiesto in questo caso è inferiore a quello di un *cash-flow revolver*, dato il minor rischio di credito;

- *Term Loan tranches*: Un prestito a termine è un prestito con una scadenza specifica che richiede il rimborso del capitale secondo un programma definito (*amortization*), in genere su base trimestrale. Come un *revolver*, un prestito a termine tradizionale per un finanziamento LBO è strutturato come un'obbligazione di debito di primo grado (*first lien*¹⁰⁸), e richiede che il mutuatario mantenga un certo profilo di credito attraverso il rispetto dei vari *covenant* contenuti nel contratto stipulato. A differenza di un *revolver*, tuttavia, un prestito a termine è completamente finanziato alla data del *closing* e, una volta rimborsato il capitale, quest'ultimo non può essere ripreso in prestito. I prestiti a termine sono classificati con una lettera identificativa come "A", "B", "C", ecc. in base al piano di ammortamento, alla data di scadenza, e ad altre condizioni.

Per riassumere quindi, il *bank debt*, che ha una durata media dai cinque ai sette anni, è sia quello più sicuro, e quindi meno caro, che quello che fornisce minor flessibilità al mutuatario¹⁰⁹. Infine, dato che la seguente forma di debito è solitamente compresa nella categoria appena trattata, ovvero il debito bancario, è opportuno ritagliare due righe per la fattispecie dei prestiti sindacati. Questi rivestono un ruolo preminente durante le operazioni di LBO; infatti, “una delle caratteristiche più interessanti della struttura di finanziamento del LBO è proprio la vasta gamma di prestiti sindacati”¹¹⁰. “I prestiti sindacati sono emessi contemporaneamente da varie istituzioni finanziarie, con diverse forme di *seniority* e *maturity claims*, e sono strutturati in maniera tale da generare e supportare interessi differenziati nell'operazione”¹¹¹. Inoltre, un'interessante pubblicazione del professore universitario João Pinto, intitolata appunto “*The Economics*

¹⁰⁸ Esistono anche i *Second lien term loans*, i quali hanno avuto un certo lustro nella metà degli anni duemila. Solitamente presentati con tassi d'interesse variabili, non sono ammortizzati ed hanno una durata maggiore rispetto ai *first lien*. Come si evince dal nome, forniscono garanzie minori e per questo possono rappresentare un'alternativa agli *high yield bonds* ed al mezzanine debt

¹⁰⁹ Caratteristiche secondarie che lo contraddistinguono sono il fatto che non necessita di una *public disclosure* e che non prevede penali nel caso di *pre-payment*.

¹¹⁰ “Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds”, U. Axelson, P. Strömberg, Michael S. Weisbach, *The Journal of Finance*, 2009

¹¹¹ “The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking”, V. Ivashina, A. Kovner, *The Review of Financial Studies*, 2011

of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market”, mostra le principali differenze tra i cosiddetti *syndicated loans* concessi a *sponsor* statunitensi e *sponsor* europei. “Queste differenze riguardano il fatto che: (i) gli *spread* medi dei prestiti sono significativamente più alti per le operazioni concluse negli Stati Uniti rispetto a quelle concluse in Europa; (ii) i prestiti concessi ai mutuatari statunitensi hanno una dimensione media della *tranche* notevolmente maggiore, ma una dimensione dell’operazione inferiore, rispetto a quelli concessi a mutuatari europei; (iii) le operazioni in Europa beneficiano maggiormente del *tranching*, dato che esse hanno un numero maggiore di *tranche* e quindi un *minor loan size to deal size ratio*; (iv) i prestiti concessi agli *sponsor* europei hanno scadenze medie maggiori e vedono coinvolte un maggior numero di banche (sono quindi maggiormente sindacati), e, infine, (v) i prestiti negli Stati Uniti hanno minori probabilità di essere soggetti al rischio di cambio e di essere “chiusi” come prestiti a termine, ed hanno inoltre maggiori probabilità di essere organizzati da una banca capofila nazionale rispetto a quelli concessi alle operazioni di LBO chiuse in Europa”¹¹².

2.4.2: High Yield Bonds

Gli *high yield bond* sono titoli ad alto rendimento classificati come *non-investment grade securities*. Il loro nome è da sempre stato accostato alle operazioni di LBO, infatti: “sin dai tempi di *Barbarians at the Gate*, l’iconico libro sul LBO di RJR Nabisco degli anni ’80, i termini *junk bond* e LBO sono andati di pari passo”¹¹³. Il motivo principale è che questa forma di debito consente agli *sponsor* di aumentare notevolmente il grado di leva finanziaria dell’operazione. Nella maggior parte dei casi questa fattispecie viene inclusa all’interno del concetto di debito subordinato (*junior debt*), dove il rimborso dei finanziamenti e delle eventuali garanzie fornite sono appunto subordinati al rimborso e alle garanzie del debito *senior*. Questo nonostante si tratti di obbligazioni, seppur altamente rischiose. Difatti, tra l’altro, questa forma di debito è di tipo *unsecured*, ovvero non vi è nessun bene reale come garanzia. Più nel dettaglio, le caratteristiche di questo tipo di strumento sono: (i) la semestralità dei pagamenti dell’interesse, (ii) la data di

¹¹² “The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market”, J. Pinto, SSRN Electronic Journal, 2021

¹¹³ “The new LBO market: it’s gone private”, FT article, E. Carr, 2023

scadenza compresa tra i sette e i dieci anni dal momento della sottoscrizione iniziale, (iii) il fatto che non sia soggetto ad ammortamenti, (iv) il fatto che il rimborso del capitale avvenga in un'unica data, a scadenza, (v) il fatto che il tasso d'interesse è fisso, costante per tutta la durata e (vi) l'assenza dei *maintenance covenants*. Tutte queste caratteristiche lo rendono più rischioso, e quindi più oneroso. Nonostante questo, però, l'alta flessibilità ed il fatto che consentisse di diminuire l'*equity contribution* lo resero utilizzatissimo. Un elemento non proprio favorevole degli *high yield bond* è che hanno caratteristiche *non-call*, le quali impattano negativamente l'*exit strategy* del soggetto promotore del LBO, imponendogli onerose *prepayment penalties*. Solitamente, la modalità operativa di rilascio di questo strumento di debito sul mercato contempla, almeno all'inizio, il collocamento privato ad investitori istituzionali qualificati (QIB¹¹⁴), i quali, eventualmente, lo “ribalteranno” sui mercati. Infine, bisogna ribadire che questa forma di strumento di debito si colloca, in termini di rischio, costo e flessibilità, in una posizione intermedia tra il *secured debt* ed il *mezzanine debt*. Per alcuni aspetti ricorda anche il capitale di rischio, dato che in caso di fallimento, viene rimborsato solo dopo che siano stati rimborsati tutti i prestiti del capitale *senior*.

2.4.3: Bridge Loans

Questa forma di finanziamento intermedia, a breve-termine, serve per fare “da ponte” all'emissione del capitale permanente, nella maggior parte dei casi identificato proprio dai sopraccitati *high yield bond* e *senior debt*. Serve quindi per “sostituire” momentaneamente il debito garantito (in questo caso chiamato *take-out securities*) per le operazioni di LBO, nel caso in cui quest'ultimo non fosse emesso e venduto entro determinate tempistiche. Solitamente il “prestito ponte” assume la forma di un *unsecured term loan* (prestito a termine non garantito), ed è di fondamentale importanza perché assicura comunque allo *sponsor* l'ottenimento del capitale necessario a pagare il prezzo d'acquisto della *target*, a prescindere dalle condizioni di mercato e di collocamento delle *take-out securities*¹¹⁵. Quest'ultime, infatti, richiedono tempistiche di negoziazione,

¹¹⁴ *Qualified institutional investors*: in questo caso, in particolare Fixed income/high-yield mutual funds, Hedge funds e società assicurative

¹¹⁵ Il *Bridge loans* è a tutti gli effetti una forma di “finanziamento di ultima istanza”

attivazione e sottoscrizione abbastanza lunghe, ed è per questo che è necessario il *bridge loan* in alcuni casi. Proprio questa caratteristica lo rende ad esempio molto utilizzato nel mercato immobiliare¹¹⁶. La suddetta funzione di paracadute, oltre che l'assenza di forme di garanzia, lo rendono molto costoso, con il tasso d'interesse che cresce periodicamente all'aumentare della sua durata, fino ad arrivare ad un tetto massimo concordato precedentemente tra lo *sponsor* e la banca d'investimento emettente¹¹⁷. Tipicamente, si presuppone che il rimborso finale di questo strumento di debito avvenga successivamente all'ottenimento di un finanziamento *senior*. Infine, è interessante sottolineare che l'emittente auspica che il *bridge loan* rimanga non finanziato, poiché vincolerebbe il capitale e aumenterebbe l'esposizione al credito del mutuatario¹¹⁸.

2.4.4: Mezzanine Debt

Questa forma di debito si colloca in una posizione intermedia tra i "classici" *syndicated term loans / high yield bond* ed il capitale proprio. Essendo più economico del cosiddetto *cost of equity*, permette quindi al promotore di un'operazione di LBO di ottenere IRR¹¹⁹ maggiori; inoltre, questo strumento iper-flessibile rappresenta una sorta di capitale incrementale per lo *sponsor*, nel caso in cui, ad esempio, l'inaccessibilità o la non convenienza dei mercati finanziari annullino la possibilità di adempiere ad ulteriori obbligazioni ad alto rendimento, o ad altri strumenti più tradizionali. La caratteristica principale del debito mezzanino, però, è che fornisce ampia flessibilità allo *sponsor*, il quale può contrattare con l'emittente condizioni molto personalizzate e *tailored* rispetto alla specifica operazione. Una delle espressioni di questa flessibilità è proprio la composizione "mista" della restituzione dell'interesse, che comprende pagamenti in contanti e *PIK payments*¹²⁰, in base alle possibilità di cassa del soggetto finanziato. Può capitare quindi che questa forma di debito conceda al finanziatore il diritto di ottenere, a

¹¹⁶ <https://www.chase.com/personal/mortgage/education/financing-a-home/what-is-a-bridge-loan>

¹¹⁷ Proprio le banche d'investimento emittenti, per coprirsi parzialmente dal rischio di insolvenza, cercano di sindacare parte dell'impegno di prestito ad altre banche

¹¹⁸ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

¹¹⁹ *Internal rate of return*, l'equivalente del tasso interno di rendimento (TIR) italiano

¹²⁰ *Payment in kind*: originariamente, beni o servizi erano sostituiti al contante per ripagare un'obbligazione. Oggi, sempre più spesso, strumenti finanziari o *equity* sono utilizzati al posto del *cash*, proprio con l'obiettivo di non drenare liquidità all'azienda

condizioni prestabilite e spesso privilegiate, parte del capitale di rischio dell'azienda bersaglio. Tra l'altro, sia chi emette il finanziamento che chi lo riceve può trarre vantaggio da questa possibilità di ottenere/fornire quote o azioni al posto del *cash*. Per il finanziatore, si può prospettare la situazione di ottenere un rendimento aggiuntivo attraverso l'ottenimento di azioni a un prezzo inferiore al loro valore di mercato; questo dovrebbe ampiamente compensare la riduzione dell'introito ricevuto, dato, tra l'altro, il costo del debito inferiore rispetto ai tipici finanziamenti subordinati. L'azienda che riceve un finanziamento mezzanino "beneficia" della possibilità di non essere costretta a forzare la strategia, magari con una prospettiva di breve termine, per dover ripagare l'obbligazione contratta. La possibilità quindi di fornire le proprie quote a soggetti terzi, possibilmente di minoranza, la rende meno vincolata all'obbligo di restituzione del debito. Ovviamente, il risvolto negativo è che il promotore del LBO può trovarsi vincolato sotto altri aspetti, magari operativi, "mettendosi in casa" un soggetto esterno. Da un punto di vista tecnico questa componente di debito può essere rappresentata da prestiti obbligazionari con pagamento differito degli interessi (*zero coupon*), da un *warrant* o da opzioni *call* sui titoli del capitale di rischio dell'azienda finanziata, mentre per avere entrambe le caratteristiche nello stesso strumento finanziario, si fa ricorso ad obbligazioni convertibili o ad azioni privilegiate¹²¹. Inoltre, "a favore del debito mezzanino va infine sottolineata la minore presenza di *covenants* imposti dagli enti finanziatori rispetto a quelli del debito *senior*, così da rendere la gestione dell'azienda più libera ed indipendente dal loro controllo"¹²². Infine, la *maturity* di questo strumento di debito è equiparabile a quella delle obbligazioni ad alto rendimento mentre l'archetipo dell'emittente è l'*hedge fund* o la compagnia assicurativa¹²³. In conclusione, bisogna ribadire che la caratteristica di questo strumento è la "duplice" qualifica di strumento di debito e capitale di rischio, dal momento che, per il primo aspetto prevede una remunerazione minima definita e deve essere rimborsato, dall'altro potrebbe attribuire un diritto di proprietà e una remunerazione legata all'andamento reddituale e finanziario dell'impresa.

¹²¹ "Leveraged buy-out e processi di successione nelle imprese familiari", T. Pencarelli, *Economia & Management*, 1993

¹²² "Manuale del Management Buy Out", A. Gervasoni, *Bancaria Editrice*, 2008

¹²³ Essendo il debito mezzanino mediamente rischioso, le società assicurative tendono ad investire una minima parte dei soldi a loro disposizione in questo strumento. Questa eccedenza però può essere altamente remunerativa

2.4.5: Capitale di Rischio

Infine, l'ultima componente del prezzo d'acquisto dell'impresa bersaglio si presenta sotto forma di un contributo azionario da parte dello *sponsor* finanziario¹²⁴. Come anticipato, rimanendo "approssimativi", e non fornendo uno spaccato delle varie epoche storiche, la percentuale di *equity* in un'operazione di LBO oscilla mediamente tra il 30% e il 40%, nonostante ci siano stati periodi in cui questo valore ha raggiunto il livello minimo del 10%. Spesso, tra l'altro, oltre all'eventuale *management* della società, si uniscono vari *sponsor* secondari per diluire il rischio dell'impegno imprenditoriale, formando dei consorzi di acquirenti, i cosiddetti *club deal*. Questa fattispecie, in particolare, sta assumendo una sempre maggior rilevanza, e sta contribuendo al preminente ruolo attribuibile al *private equity* nel LBO. L'*equity* tutela sicuramente lo *sponsor* perché gli permette di ottenere finanziamenti e mantenere il controllo, salvo i vari *covenant*, sulla gestione della società; il capitale di rischio tutela ovviamente anche i finanziatori e gli obbligazionisti nel caso in cui si riduca il valore della società. A titolo esemplificativo, se uno *sponsor* fornisce capitale di rischio per un valore pari al 30% del prezzo d'acquisto, gli investitori del debito sono consapevoli che il valore dell'azienda dovrebbe diminuire di più del 30% per recargli danno¹²⁵. Questo esempio si riferisce al fatto che i finanziatori hanno sempre un diritto cronologicamente precedente rispetto agli *shareholders*.

A titolo riassuntivo, in caso di insolvenza, sarà utilizzato il seguente ordine per il rimborso ai vari finanziatori:

1. Crediti ordinari (*senior*);
2. Crediti subordinati (*junior*);
3. Capitale di rischio (*equity*).

Fatti questi doverosi approfondimenti sui vari strumenti di debito/capitale utilizzabili per finanziare un'operazione di LBO, serve adesso capire come definire la struttura finanziaria perfetta. Come anticipato, l'ottenimento di una composizione perfetta è pressoché impossibile, dati i molti parametri da considerare ed i diversi interessi dei soggetti coinvolti. Proprio per questo, come per la valutazione aziendale, si tratta più di

¹²⁴ Volendo essere più precisi, in realtà, a questo bisogna aggiungere il *rolled/contributed equity*, fornito dal management della *target*. Questo assume solitamente la forma di un contributo di azioni ordinarie, che rappresenta mediamente dal 2% al 5% dell'*equity* totale.

¹²⁵ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

un'arte che di una scienza. La base di partenza è ovviamente la *fundamental analysis* sui flussi di cassa, i rendimenti attesi, la situazione creditoria della società *target* ed altre componenti “esterne” alla società bersaglio. Tutti i vari indicatori, definiti nella sezione dedicata alla scelta dell'azienda *target* perfetta, tornano qui utili. Dall'analisi empirica si cerca poi di mediare, facendo una sintesi degli interessi dei vari soggetti coinvolti: lo *sponsor* finanziario ambisce ovviamente ad un elevatissimo grado di leva finanziaria per amplificare i rendimenti; gli investitori del debito cercano una leva contenuta e svariati *covenant* per minimizzare il rischio di *default* dell'azienda obiettivo; l'azienda ed il suo *management* puntano invece ad una leva equilibrata, compatibile con gli obiettivi di crescita e di rischio della società. Più complicata ancora è la situazione che vede gli stessi soggetti coinvolti in più ruoli, come nel caso del MBO, dove il *management* agisce da *sponsor* dell'operazione. In questo caso, ancor di più, serve agire professionalmente, senza farsi condizionare dai presunti vantaggi del breve termine. La decisione sulla struttura finanziaria è molto influenzata anche dal settore in cui opera l'azienda bersaglio, sia perché ogni settore ha dei costi e dei flussi di cassa specifici, sia perché la ciclicità caratterizzante di ogni settore incide sulla propensione degli investitori del debito a finanziare le società. Ad esempio, in settori molto ciclici si punta ad un grado di leva finanziaria più conservativo, il quale permette all'azienda di essere “coperta” durante un'eventuale fase calante dello stesso. Solitamente, un settore è ciclico se i consumatori limitano la quantità di beni e servizi acquistati da quel settore durante una recessione economica¹²⁶. Le condizioni del settore quindi, oltre che le operazioni precedenti di LBO (*precedent transactions*), offrono delle utilissime informazioni per definire i *multiples* di leva.

Tutte queste considerazioni, di carattere sia sistematico che idiosincratico, vengono fatte dalle banche e dagli investitori del debito, in contrattazione con lo *sponsor*, per definire la struttura finanziaria perfetta.

¹²⁶ Fonte: Corporate Finance Institute

2.5: Tipologie di Exit

Come evidenziato precedentemente, nella maggior parte dei casi, le operazioni di LBO¹²⁷ sono contraddistinte da una natura prettamente speculativa, e, di conseguenza, hanno intrinsecamente una durata limitata. Infatti, queste operazioni hanno un orizzonte medio (chiamato in gergo tecnico *investment horizon*) di cinque-sei anni, coerentemente con la vita media dei fondi di *private equity* che agiscono in veste di *financial sponsor*, e che assumono appunto la struttura di *limited partnership*¹²⁸. Il rendimento del fondo è realizzato, solitamente, tramite la vendita della *target* ad un'altra società (*strategic sale*), ad un altro *sponsor* (*secondary sale*), oppure tramite IPO. Ovviamente, vale la pena ricordare che spesso gli *sponsor* ottengono dei rendimenti anche durante l'operazione di LBO, tramite l'incasso di dividendi ad esempio¹²⁹. “Inoltre, quando se ne presenta l'opportunità, ad esempio durante la crisi finanziaria del 2008/2009, gli *sponsor* finanziari possono acquistare opportunisticamente il debito delle società in portafoglio ad uno sconto rilevante rispetto al valore nominale”¹³⁰. Il guadagno, sostanzialmente, deriva dal successivo aumento del prezzo del debito man mano che i mercati si normalizzano. Se questo debito viene acquistato dall'emittente, si verifica invece una riduzione incrementale dello stesso. Tutta questa introduzione serve ad evidenziare come ci siano varie metodologie per monetizzare l'investimento e, soprattutto, che queste possano avvenire in fasi differenti del processo di LBO. Infatti, nonostante la durata auspicabile dell'investimento sia di circa cinque anni, sia la *performance* della *target* specifica che le condizioni generali del mercato possono influire nettamente sulla tempistica ottimale. Bisogna ricordare che componente fondamentale per la realizzazione del rendimento è il miglioramento della *performance*; di conseguenza, considerando che non tutte le aziende hanno lo stesso punto di partenza, il *turnaround* aziendale potrebbe richiedere da due a dieci anni. Anche il ripagamento del debito e il riassetto della struttura finanziaria

¹²⁷ Fatta eccezione per quelle casistiche che coinvolgono il *management* della *target*, e poche altre

¹²⁸ Si rimanda alla sezione dedicata ai soggetti coinvolti nelle operazioni di LBO, in particolare al paragrafo “*Financial Sponsors*”

¹²⁹ Una casistica meno comune è quella della cosiddetta *dividend recapitalization*: ovvero la creazione di un dividendo finanziato dall'emissione di ulteriore debito

¹³⁰ “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

hanno durate necessarie non univoche. L'immagine seguente¹³¹, realizzata tramite i dati all'interno di CapitalIQ, evidenzia quanto detto.

Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

<i>Year of original LBO</i>	<i>1970– 1984</i>	<i>1985– 1989</i>	<i>1990– 1994</i>	<i>1995– 1999</i>	<i>2000– 2002</i>	<i>2003– 2005</i>	<i>2006– 2007</i>	<i>Whole period</i>
Type of exit:								
Bankruptcy	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Sold to strategic buyer	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Secondary buyout	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Sold to LBO-backed firm	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Sold to management	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Other/unknown	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
No exit by Nov. 2007	3%	5%	9%	27%	43%	74%	98%	54%
% of deals exited within								
24 months (2 years)	14%	12%	14%	13%	9%	13%		12%
60 months (5 years)	47%	40%	53%	41%	40%			42%
72 months (6 years)	53%	48%	63%	49%	49%			51%
84 months (7 years)	61%	58%	70%	56%	55%			58%
120 months (10 years)	70%	75%	82%	73%				76%

Figura 14: Fonte “Leveraged Buyouts and Private Equity”, Steven N. Kaplan and P. Stromberg, 2009

Di seguito vengono espone le principali metodologie di *exit*, con l'obiettivo di risaltare le caratteristiche principali ed i *trend* che hanno coinvolto alcune di esse.

2.5.1: Bancarotta

Questa fattispecie, che scaturisce necessariamente dall'esito non favorevole dell'operazione di LBO, non è, fortunatamente, tra le più diffuse tipologie di *exit*. Nonostante, tra l'altro, la bancarotta non sia neppure propriamente una strategia di *exit*, è comunque utile menzionarla, dato che rappresenta una possibile causa della conclusione dell'operazione in questione. I picchi di “popolarità” di questa casistica si sono verificati nel 1995-1999 e, ovviamente, nel 2008. Questa casistica deriva spesso dall'eccessivo indebitamento contratto dalla *target*, e dalla conseguente impossibilità di ripagarlo

¹³¹ La tabella riporta le informazioni di 17.171 operazioni di leveraged buyout a livello mondiale, che includono tutte le operazioni con uno sponsor finanziario nel database CapitalIQ annunciate tra il 1/1/1970 e il 30/06/2007. I numeri sono espressi in percentuale delle transazioni, su base equamente ponderata. Lo stato di uscita è determinato utilizzando vari database, tra cui CapitalIQ, SDC, Worldscope, Amadeus, Cao e Lerner (2007), nonché i siti web delle società e delle imprese di LBO.

interamente. Negli anni successivi alla crisi, grazie alla presa di coscienza ed al contestuale riequilibrio della struttura finanziaria utilizzata nelle operazioni (ben lontana dai picchi di debito su *equity* di 90/10), il numero di operazioni di LBO risoltisi in bancarotta è diminuito.

2.5.2: IPO

“L'offerta pubblica iniziale (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato”¹³². Quello che si evince dall'immagine di cui sopra è che questa forma di *exit* sia stata adottata massicciamente durante la fase iniziale, a livello storico, della vita del LBO. Infatti, ad esempio, nel periodo fino al 1984, 28 LBO su 100 si concludevano con la quotazione della società bersaglio. Nel tempo, principalmente per motivi strutturali legati a contesti macroeconomici, l'IPO è diventata sempre meno attrattiva agli occhi dei promotori delle operazioni di LBO. Tuttavia, nel vasto periodo in esame, questa forma di uscita dall'investimento è stata, a livello cumulato, la terza più utilizzata. Questa modalità di uscita dall'investimento ha come maggior conseguenza il cambiamento dello stato giuridico della *target*. Quest'ultima, infatti, nonostante fosse probabilmente già quotata prima dell'avvio dell'operazione di LBO, è stata ovviamente una *private company* durante tutto l'*investment horizon*. È interessante menzionare che, solitamente, con l'IPO, lo *sponsor* tende a vendere solo una parte delle sue azioni al pubblico, mantenendo in portafoglio parte delle stesse; con questa fattispecie, nella maggior parte dei casi, lo *sponsor* rimane inizialmente membro di maggioranza, consapevole che l'uscita completa avverrà attraverso offerte azionarie successive o un'eventuale vendita dell'azienda. Il primo e principale vantaggio dell'IPO è che fornisce allo *sponsor* un mercato estremamente liquido per cedere le partecipazioni ancora in suo possesso: se l'acquisto da parte di un'altra azienda o di un fondo è un processo estremamente lungo, una volta conclusa l'IPO, processo altrettanto complicato, è infatti relativamente facile per lo *sponsor* liquidare l'investimento. Inoltre, in determinate condizioni di mercato, per lo

¹³² Definizione di borsa italiana: “GLOSSARIO FINANZIARIO - OFFERTA PUBBLICA INIZIALE (IPO)”

sponsor l'IPO può essere estremamente più conveniente, in termini puramente economici, rispetto alla vendita della *target*. Questa caratteristica può rendere molto appetibile la soluzione prospettata dall'IPO, nonostante questa, per essere completata, renda necessaria una mole di lavoro assai elevata per tutta l'azienda¹³³.

2.5.3: Vendita della *target* ad un'altra azienda (*strategic sale*)

La cosiddetta *strategic sale* consiste nella cessione dell'azienda, o di un ramo di essa, ad altre società. Questa casistica viene definita "vendita strategica" proprio perché, di norma, gli acquirenti sono realmente interessati al *business* e non ricercano esclusivamente una forma di investimento speculativo. Questa modalità di *exit*, come si evince anche dalla Figura 14, è stata la più comune almeno fino alla crisi dei mutui del 2008. Dal 2010 in poi, tuttavia, a causa della proliferazione dei fondi di *private equity*, ha perso la sua posizione di predominanza assoluta. Rimane tuttavia ancora oggi la forma di *exit* più utilizzata. La conseguenza principale del fatto che ci sia un reale interesse nel *core business* dell'azienda bersaglio è che gli acquirenti della stessa sono disposti a pagare un *premium price* rispetto all'*enterprise value*, condizione che avvantaggia senza dubbio lo *sponsor* dell'operazione di LBO. Questo *mark-up* è principalmente motivato dalle sinergie attese. L'archetipo dell'acquirente strategico è una società, tendenzialmente di maggiori dimensioni rispetto alla *target*, che opera nello stesso settore. Questa acquisizione potrebbe quindi servire a creare un gruppo, o ad eliminare un *competitor*. I fondi, tendenzialmente, non sono considerati acquirenti strategici poiché, seppur hanno a cuore la redditività della società, hanno un orizzonte di breve periodo. Questa soluzione è sicuramente la più auspicabile per i soggetti che intrattengono e hanno intrattenuto un rapporto costante con l'azienda obiettivo. Dipendenti e fornitori su tutti, apprezzano queste forme di *exit* poiché si sentono più tutelati; un acquirente non strategico, ad esempio, rincorrendo il profitto a breve termine potrebbe licenziare dipendenti o negoziare accordi con altri fornitori più economici (magari a scapito della qualità da loro fornita). Il *management* invece può avere sentimenti contrastanti a seconda dei casi, va tuttavia ribadito che questa prospettiva è quella maggiormente funzionale alla crescita

¹³³ "Finanza Aziendale", J.F. Weston, E. F. Brigham, il Mulino, 1974

organica, fattispecie che nella maggior parte dei casi dovrebbe rappresentare l'obiettivo principale della direzione aziendale.

2.5.4: Secondary-buyout

Questa casistica, tra quelle riportate, è decisamente quella che ha registrato una maggiore crescita in termini di popolarità. Come anticipato, i fondi di *private equity* sono sempre più attivi in tutte le fasi dell'operazione di LBO. Già nell'intervallo di tempo preso in esame nel prospetto precedente, in particolare dal 1970 al 2005, questa tipologia di *exit* ha registrato un aumento del 26%, arrivando a quota 31% nel 2005 appunto. In realtà questo dato, che è già esplicativo da sé, rappresenta una sottostima evidente del fenomeno che ha coinvolto il mondo del LBO e del *private equity* negli ultimi vent'anni. La rilevanza dei fondi è infatti un fenomeno comunque recente e, purtroppo, l'immagine in questione non cattura l'arco temporale in cui i fondi stessi hanno raggiunto il picco in termini di centralità; da un lato i fondi di *private equity* hanno praticamente il monopolio del mercato del credito privato, e quindi rappresentano ormai la vasta maggioranza degli *sponsor* di operazioni di LBO, dall'altro investono enormi somme di denaro in tutti i tipi di aziende, anche quelle che hanno appena subito un'operazione di LBO felicemente conclusa. Adam Le, che è stato *finance reporter* presso la famosa società Bloomberg Lp, ha scritto che “i veicoli secondari incentrati sul *private equity* hanno rappresentato quasi un quinto dei 163,9 miliardi di dollari raccolti per il *private equity* nel primo trimestre di quest'anno (il 2023)”. Secondo i dati della società affiliata Private Equity International, “in termini di capitale, le strategie secondarie sono più popolari di tutte le altre strategie, escluse le acquisizioni”. Infine, nel 2023, secondo la banca d'affari Jefferies, nei primi sei mesi dell'anno il volume globale delle transazioni secondarie ha raggiunto i 43 miliardi di dollari; rispetto alla media 2017-2020, ad esempio, le cifre attuali sono superiori del 60%. Anche Lazard evidenzia la rilevanza e la dimensione di questo mercato, come si evince dal grafico seguente¹³⁴, il quale riporta appunto il capitale raccolto per operazioni di *secondary buyout* rispetto al totale del capitale raccolto per le più generali operazioni di LBO:

¹³⁴ Fonte: Lazard - <https://www.lazard.com/media/zwdftub/lazard-interim-2023-secondary-market-report.pdf>

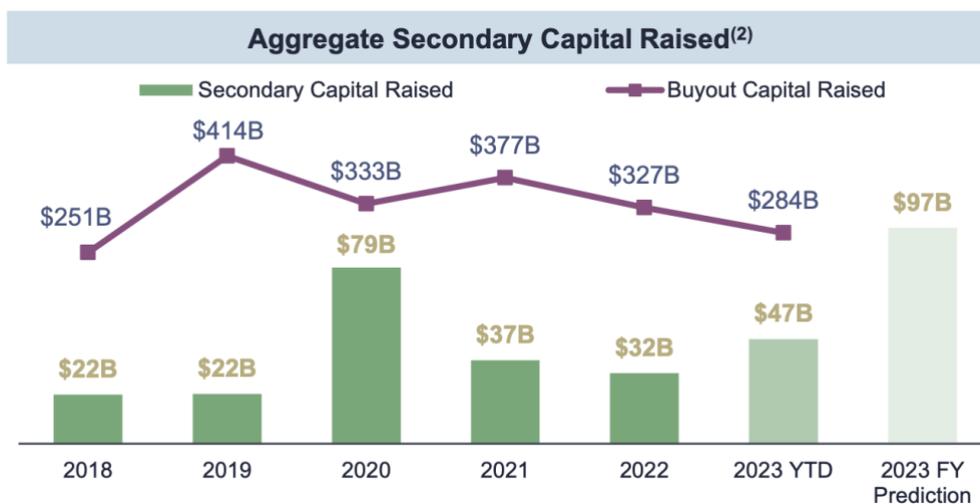


Figura 15: Fonte “Lazard Interim Secondary Market Report 2023”

Tutte queste evidenze dimostrano come tale tipologia di *exit*, che ha già avuto una crescita esponenziale, sarà sempre più comune in futuro.

2.5.5: IPO vs M&A Sales Process

Prima di addentrarsi nelle riflessioni e considerazioni in tema di “tempistiche dell’*exit*”, è utile fare un’analisi dei pro e contro delle due pratiche di disinvestimento più diffuse, la quotazione e la vendita. Per quanto riguarda l’IPO i principali benefici sono: (i) la *premium valuation* ottenibile dall’azienda rispetto ad altre strategie di disinvestimento; (ii) la possibilità di mantenere parte del pacchetto azionario¹³⁵, conservando la facoltà di vendere il resto dopo il *lock-up period*¹³⁶ definito, solitamente ad un prezzo maggiorato; (iii) il fatto che rappresenti una soluzione alternativa in caso di assenza di possibili acquirenti; (iv) la creazione di una sorta di *legacy* per la società e (v) alcuni vantaggi di natura fiscale. Allo stesso tempo però questa strategia comporta altrettanti inconvenienti, ad esempio: (i) l’alta dipendenza dalle condizioni generali di mercato; (ii) la sola parziale liquidità ottenibile, dato appunto che la creazione del flottante è pari a circa un quarto del numero di azioni; (iii) l’obbligatorietà ad aumentare la *disclosure* e a rendere pubbliche alcune informazioni confidenziali; (iv) l’incremento della pressione sui risultati; (v) la

¹³⁵ Solitamente, infatti, in sede di IPO una società vende circa il 25% delle azioni

¹³⁶ Gli azionisti preesistenti, per non alterare negativamente il prezzo, non possono vendere le loro azioni durante il processo di IPO; per un periodo di tempo che dura mediamente 180 giorni

maggior volatilità del valore aziendale; (vi) la minor manovrabilità dei *manager* dell'azienda; e (vii) gli elevati costi, sia monetari, che di tempo e risorse.

I vantaggi derivanti dal processo di vendita invece possono essere riassunti nei seguenti punti: (i) l'ottenimento immediato della massima liquidità; (ii) la certezza sul valore della transazione; (iii) il potenziale *premium price* derivante dalle possibili sinergie¹³⁷; (iv) la non obbligatorietà di rendere pubbliche molte informazioni sensibili, richieste dalla SEC in caso di quotazione. Tra i principali elementi scoraggianti si evidenziano: (i) la rinuncia a tutte le successive opportunità di rialzo del valore aziendale; (ii) il potenziale stravolgimento del *management*; (iii) la minor visibilità ed i limitati potenziali di crescita; (iv) la necessità di sottostare a condizioni più sfavorevoli in caso di cessione necessaria¹³⁸. Ovviamente, considerando che queste sono le due principali opzioni di *exit*, i pregi dell'una rappresentano spesso gli svantaggi dell'altra.

2.5.6: Le tempistiche di *exit*

Con riferimento alle tempistiche esposte nell'immagine iniziale di questa sezione, è interessante notare il tempo medio trascorso tra l'inizio dell'operazione di LBO e l'*exit* da parte dello *sponsor*. Per quanto riguarda il primo intervallo temporale, dal 1970 al 1984, e quello dal 2000 al 2002, si evince che la percentuale di *deal exited* entro due anni dall'inizio dell'operazione è rimasta pressoché invariata, intorno al 13%, mentre il valore relativo a quelli compiuti entro i cinque anni è diminuito del 7%, arrivando al 40% nell'ultimo anno, nonostante un picco del 53% nel periodo intermedio.

Come anticipato precedentemente, oltre alle *exit opportunities*, ci sono altre due casistiche che garantiscono allo *sponsor* la possibilità di monetizzare dall'operazione di LBO. La prima è legata appunto al mondo dei dividendi, e include anche la già citata *dividend recapitalization*¹³⁹. Il principale punto di forza del dividendo è che fornisce un

¹³⁷ Questo vale quasi esclusivamente nei casi di *strategic sale*, non in quelli di *secondary buyout*

¹³⁸ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

¹³⁹ Fonte: *breakingintowallstreet*: "Un *Dividend Recap* è simile a un rifinanziamento di un prestito immobiliare commerciale nel settore real estate: è un modo per utilizzare il debito aggiuntivo per amplificare i rendimenti di un'operazione. Se una società ha un buon andamento, il *Dividend Recap* può incrementare l'IRR della società di PE da "modestamente" a "sostanzialmente". Ma se la società ha un

ritorno economico allo *sponsor*, nonostante questo mantenga l'intera partecipazione nella società *target*, senza alcuna diluizione derivante dalla vendita di azioni a terzi. Benefici ulteriori derivano dalla *dividend recapitalization*. In una ricapitalizzazione con dividendo, quest'ultimo non è finanziato tramite il flusso di cassa generato dall'azienda, oppure tramite i proventi della vendita di attività non strategiche, bensì tramite la sottoscrizione di ulteriore debito. Questo permette all'azienda di non intaccare il capitale derivante dalle attività operative, nonostante questo servirà poi a ripagare l'ulteriore debito contratto. Esistono varie configurazioni di emissione di questo indebitamento aggiuntivo; la prima è la cosiddetta *add-on* alle linee di credito e/o alle obbligazioni esistenti della *target*, la seconda è la creazione di un nuovo titolo a livello di *HoldCo*, l'ultima è quella che contempla il rifinanziamento completo della struttura di capitale esistente. Il principale vantaggio aggiuntivo derivante dalla casistica della ricapitalizzazione con dividendo è quello di accelerare il ritorno sull'investimento, preservando al contempo la possibilità di partecipare a qualsiasi potenziale di rialzo futuro, e di perseguire una vendita o un'IPO in una data futura. Inoltre, "in base al valore e al numero di dividendi, lo *sponsor* potrebbe recuperare la totalità del suo investimento azionario iniziale, o eventualmente avere un altro rendimento, prima di qualsiasi vendita o IPO"¹⁴⁰. Tuttavia, è chiaro come questa modalità, che molto piace ai fondi di *private equity*, i quali come è noto mirano a massimizzare il rendimento nel breve periodo, appesantisca ulteriormente la struttura finanziaria dell'azienda bersaglio. Queste fattispecie sono quindi frutto di negoziazioni tra lo *sponsor* e il *management* della *target* che in molti casi, pur di "subire" un LBO da un importante fondo, è disposta a tagliarsi i dividendi o crearne appunto di nuovi per essere più appetibile. Un altro metodo con cui lo *sponsor* può ottenere un rendimento aggiuntivo tramite l'operazione di LBO è il riacquisto "sotto la pari" del debito contratto dall'azienda bersaglio, per volontà dello stesso. Bisogna evidenziare, tuttavia, che questa casistica avviene quasi esclusivamente nei casi in cui il promotore dell'operazione di LBO è rappresentato da un fondo di *private equity*. Infatti, molti fondi hanno la flessibilità di acquistare i prestiti e i titoli ad alto rendimento delle società all'interno del loro portafoglio. La facilità con cui i fondi possono prendere una decisione consapevole in

andamento negativo, o se l'operazione rischia di produrre un IRR negativo, il Dividend Recap peggiorerà ulteriormente i risultati"

¹⁴⁰ "Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs", Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

merito a questo tema deriva dal fatto che nella maggior parte dei casi, all'interno dei CDA¹⁴¹ delle società bersaglio, ci sono proprio i fondi (o, più verosimilmente, membri legati a questi). Questa posizione di osservatori privilegiati permette ai fondi di valutare con estrema contezza la situazione finanziaria e le prospettive di crescita futura della società, potendo stimare la probabilità della stessa di ripagare il debito contratto. Di conseguenza, come anticipato, “le società possono riacquistare opportunisticamente il proprio debito a prezzi scontati rispetto al valore nominale, il che può aumentare il valore delle azioni e quindi avvantaggiare nuovamente gli *sponsor* e i fondi di *private equity*”¹⁴². Questa situazione è particolarmente vantaggiosa nel caso in cui il debito possa essere acquistato ad un prezzo molto inferiore al *distressed levels*¹⁴³. Anche in questo caso, oltre ad ottenere un guadagno immediato, lo *sponsor* preserva la facoltà di monetizzare ulteriormente tramite vendita della *target* o IPO successive.

¹⁴¹ Consiglio di amministrazione

¹⁴² “Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, Rosebaum J., Pearl J., Wiley Third edition 2020

¹⁴³ In questo caso, infatti, è possibile guadagnare “gratuitamente” dall’operazione cifre molto elevate

2.6: Pro e Contro del LBO

Per concludere, dopo aver delineato gli aspetti cardine ed i soggetti coinvolti nelle operazioni di LBO, è opportuno trarre un bilancio della stessa, riassumendone i principali vantaggi ed i rischi. A prescindere dalla posizione che si voglia assumere in questo dibattito, è innegabile che nel corso degli ultimi quarant'anni le operazioni di LBO abbiano assunto un ruolo assai rilevante nell'economia mondiale, in particolar modo in quella americana. Come già ampiamente discusso, il principale beneficio, che rappresenta ovviamente anche la fonte di maggior rischio, è sicuramente l'ampio ricorso alla leva finanziaria. Questo strumento da un lato agisce da moltiplicatore per la redditività ottenuta dagli azionisti, dall'altro costituisce un elemento di profondo *stress* per il *management*, che oltre a dover incrementare la *performance* dell'impresa, è consapevole di dover rimborsare il pressante debito della stessa. Dato che, concretamente, il risultato finale, a prescindere dalla sua economicità, è lo stesso di quello ottenibile con una più semplice operazione di M&A classica, vari critici hanno mosso delle obiezioni sull'utilità sociale di permettere la realizzazione di operazioni di questo genere. A loro avviso, infatti, l'unico beneficio era tratto dagli *sponsor*, etichettati o come i soliti fondi miliardari, o come le divisioni più aggressive delle grandi e ricche banche d'investimento. Questa tesi, come mostrato in seguito, è tuttavia fallace, dato che (i) non contempla la possibilità che lo *sponsor* sia il *management* di una piccola azienda e (ii) contrasta l'idea, dimostrata vera, che il LBO crei effettivamente valore. Tesi di questo genere ebbero un ampio consenso, soprattutto nel nostro paese, contraddistinto da un elevato grado di avversione al rischio. Ad esempio, l'operazione di LBO è stata definita “una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani”¹⁴⁴. Inoltre, “alcuni economisti hanno perfino ritenuto che, tra le cause della crisi finanziaria del 2008, vi fosse il fallimento di alcune società che si erano fortemente indebitate per porre in essere queste operazioni”¹⁴⁵. Ci sono anche tesi opposte però, anche perché “diversi studi aziendalistici hanno riconosciuto l'importanza e l'utilità del LBO come modello per l'acquisizione di aziende, affermando che tale operazione può rappresentare un importante stimolo per la crescita economica, come dimostrato dai

¹⁴⁴ “Le società, Diritto commerciale”, G. Cottino, Padova Cedam, 1999

¹⁴⁵ “L'operazione di Leveraged buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale”, P. Scotto di Santolo, in *Innovazione e diritto* (università federico II di Napoli), 2010

risultati economici realizzati dalle società oggetto di LBO”¹⁴⁶. Quest’ultima asserzione non è vera in termini assoluti; bisogna infatti ricordare ciò che un’eccessiva frenesia nell’utilizzo di questa tecnica ha generato; si fa riferimento ovviamente ai disastri avvenuti a cavallo tra gli anni ’80 e ’90. Dopo questa doverosa premessa, è opportuno trattare distintamente i vantaggi dagli svantaggi.

2.6.1: Vantaggi

Il primo vantaggio, insito nel termine stesso, è la possibilità di ricorrere ad un elevato grado di indebitamento. Questo permette sia di acquisire aziende apparente inaccessibili da un punto di vista di costo, che di limitare la loro esposizione e responsabilità patrimoniale, concedendogli, tuttavia, piena libertà di movimento gestionale. Inoltre, nonostante la seguente fattispecie rientri, comunque, nel tema dell’inaccessibilità, è doveroso evidenziare che l’operazione di LBO può consentire al *management* della *target* (oppure a membri della famiglia proprietaria) della *target* di diventare azionisti, e spesso contribuire al principio del *going concern*¹⁴⁷. La casistica che vede il *management* azionista è positiva anche sotto un altro punto di vista: con questa formula, infatti, si riallineano gli interessi dei proprietari e dei dirigenti dell’azienda, limitando i costi di agenzia. In altre parole, il coinvolgimento patrimoniale, oltre che “personale”, spinge i soggetti promotori dell’operazione di LBO a riporre una maggior attenzione alla situazione patrimoniale della società. Ragionando poi sui tecnicismi dell’operazione, primo su tutti quello legato al fatto che l’obiettivo principale è il ripagamento del debito tramite i *cash-flow* generati, è incontestabile affermare che condizione necessaria per un’operazione di successo è il miglioramento della *performance*. Proprio su questo parametro di basò Steven N. Kaplan nella sua ricerca¹⁴⁸ condotta nel periodo di picco del LBO, gli anni ’80. Nel suo campione di oltre settanta imprese oggetto di *Management*

¹⁴⁶ “L’operazione di Leveraged buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale”, P. Scotto di Santolo, in *Innovazione e diritto* (università federico II di Napoli), 2010

¹⁴⁷ Definizione ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Roma : “principio secondo cui l’impresa viene normalmente considerata in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro, senza che vi sia né l’intenzione né la necessità di porla in liquidazione o di cessare l’attività, ovvero di assoggettarla a procedure concorsuali”

¹⁴⁸ “The effects of leveraged buy outs on productivity and related aspects of firm behavior”, Steven N. Kaplan, *Journal of financial economics*, 1990

buy-out (MBO), è evidente come i profitti ed i *cash flow from operations*¹⁴⁹ delle *target* siano incredibilmente aumentati dall'anno prima dell'operazione a tre anni dopo la stessa. Questa condizione impatta vari *stakeholders*, sia coloro che hanno rapporti stabili e operativi con l'azienda (fornitori, clienti ecc...), che i finanziatori ed il mercato in generale. Il necessario miglioramento della *performance* aziendale è, di fatto, un acceleratore della crescita. Inoltre, spesso, la possibilità di attuare una strategia di LBO sblocca situazioni scomode all'interno delle aziende, poichè permette "la smobilitazione della propria quota di partecipazione; tale condizione si rivela molto utile per risolvere conflitti interni tra azionisti, i quali potrebbero altrimenti optare per soluzioni, quali ad esempio la scissione aziendale, la quale potrebbe danneggiare l'impresa ed i suoi *stakeholders*"¹⁵⁰. Infine, almeno in Italia, in passato, il principio economico su cui si basava il successo della tecnica di LBO consisteva nello sfruttamento di un'inefficienza del mercato dei capitali: la tassazione. Più precisamente, gli elevanti interessi sul debito contratto consentivano un eccessivo sfruttamento della deducibilità fiscale, il cosiddetto *tax shield*. Questo eccessivo scudo fiscale permetteva all'azienda di ottenere un risparmio d'imposta, che si traduceva in un aumento del flusso di cassa disponibile dell'impresa, e quindi del suo valore¹⁵¹. Oggi lo scudo fiscale rappresenta ancora uno dei vantaggi dell'operazione di LBO, ma si è ridotto ed è stato maggiormente regolamentato. Bisogna comunque considerare che, oltre a ridurre il reddito imponibile, un ulteriore beneficio del debito deriva dal minor tasso di sconto da applicare, il WACC, per attualizzare i flussi di cassa. Questo valore è "viziato" dall'eccessivo effetto della deducibilità fiscale sul costo del debito. "Se il costo del debito diminuisce, altrettanto fa il costo medio ponderato del capitale, e al contrario aumenta il valore dell'impresa, generando un vantaggio per gli azionisti in termini di aumento del valore delle quote partecipative"¹⁵². In sintesi, quindi, poichè il costo del capitale proprio non è deducibile, ad un'azienda conviene indebitarsi. Più precisamente, secondo il famoso teorema di Modigliani-Miller, "la presenza di debito incrementa il valore dell'impresa per un ammontare pari al valore attuale dei vantaggi fiscali che l'impresa deriva dal debito". Come detto, ad oggi "sul piano fiscale

¹⁴⁹ Lo studio si incentrava su questa tipologia di flusso di cassa perché è quello esclusivamente condizionato da dinamiche di efficienza operativa. Le logiche di finanziamento e investimento non impattano questo tipo di cash-flow, rendendolo un utile indicatore di *performance*

¹⁵⁰ "Structured Finance - Techniques, Products and Market", S. Caselli, S. Gatti, Springer, 2005

¹⁵¹ In particolare, nel caso in cui si adotti il DFC (*discounted cash flow*) *model*

¹⁵² "Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali", S. Zambelli, 2005

l'appetibilità dell'operazione di LBO si è notevolmente ridotta in seguito alle norme introdotte con la riforma fiscale. In Italia “il legislatore, da un lato, attraverso la riforma societaria, ha dato piena ed espressa legittimità alle operazioni in parola, tramite l'art. 2501-bis del Codice civile, d'altra parte, sul piano fiscale, ha introdotto limiti sempre più stringenti alla deducibilità degli interessi passivi, rendendosi probabilmente conto delle notevoli potenzialità elusive, con la conseguenza di penalizzare le operazioni in esame”¹⁵³. Il postulato afferma che, l'acquisizione di imprese con indebitamento e la conseguente fusione, non sono valide se non supportate da oggettive ragioni economiche. Tuttavia, queste norme sono in continua evoluzione; a titolo d'esempio, infatti, uno dei provvedimenti ha posto un limite alla deducibilità degli interessi al 30% del margine operativo lordo.

2.6.2: Svantaggi

Tuttavia, l'operazione di LBO presenta, come già evidenziato, dei possibili pregiudizi che l'hanno esposta a critiche di vario genere. La prima risiede nella natura stessa sottesa all'operazione; si tratta di una strategia di crescita economico-industriale o solamente di un'operazione speculativa? Molti affermano che, nonostante all'origine fosse nata con una *ratio* strategica, l'ingresso dei fondi in questa tipologia di operazioni ha seriamente compromesso la sua natura. In particolar modo si ritiene che dalla fine degli anni '70 “gli speculatori abbiano tratto vantaggio acquistando aziende diversificate e ripagando il debito disinvestendo le singole aree strategiche d'affari separatamente, guadagnando sulla differenza tra il prezzo di acquisto e quello di vendita, reso possibile da una miopia del mercato che valuta maggiormente la somma delle parti di un conglomerato prese singolarmente rispetto all'impresa nel suo complesso”¹⁵⁴. Effettivamente (i) la durata media dell'operazione, di circa cinque o sei anni, (ii) i soggetti coinvolti in essa e (iii) l'ampio ricorso alla leva finanziaria, sono tutte caratteristiche tipiche di operazioni ampiamente speculative. Ma non bisogna generalizzare. Sicuramente, in particolare in un contesto “secondario” come quello italiano, queste operazioni si originano da motivazioni

¹⁵³ “L'operazione di Leveraged buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale”, P. Scotto di Santolo, in *Innovazione e diritto* (università federico II di Napoli), 2010

¹⁵⁴ “Valuing a Leveraged Buyout: Expansion of the Adjusted Present Value by means of Real Options Analysis”, F. Baldi, *The Journal of Private equity*, 2005

più “profonde”. Ad esempio, proprio in Italia, è sempre più comune il problema del passaggio generazionale delle attività aziendali. Forse a causa dei nuovi stimoli legati alla globalizzazione, oppure a causa della crisi demografica, il disinteresse nelle PMI Italiane da parte dei giovani eredi delle stesse, o l’assenza assoluta di successori erode la vivacità imprenditoriale del nostro paese. Con l’intento di scongiurare la svendita, o in un’ipotesi più estrema, la cessazione dell’impresa, molte famiglie proprietarie preferiscono vendere l’attività ai fidati *manager* piuttosto che ad una *merchant bank* o ad un *competitor*. Il caso del Management Leveraged Buyout (MLBO) rappresenta una fattispecie in cui il motivo sotteso all’operazione è tutt’altro che quello speculativo. Tuttavia, queste sono ipotesi abbastanza rare. I fondi infatti rivestono un ruolo sempre più rilevante, a scapito dei soggetti meno influenti coinvolti nel mondo aziendale. Spesso gli individui maggiormente lesi sono gli impiegati dell’azienda bersaglio. Infatti, considerando che, soprattutto negli anni ’80, il LBO era ampiamente utilizzato per scorporare rami d’azienda, molti dipendenti venivano “ceduti” assieme all’azienda stessa, e spesso licenziati secondo le spietate logiche di efficientamento. Anche i creditori originari della *target* sono tipicamente lesi. Questi, ad esempio, si ritrovano d’improvviso ad essere creditori di aziende ormai estremamente indebitate, senza aver negoziato, come invece hanno fatto i già citati investitori del debito, forme di tutele aggiuntive e garanzie particolari. “L’operazione può mirare anche all’eliminazione dal mercato di un’impresa concorrente: una volta acquisita la società obiettivo, si paga il finanziamento utilizzato per l’acquisizione, impiegando la totalità del suo patrimonio, distruggendo così, nella sostanza, l’azienda acquisita”¹⁵⁵. Il LBO può quindi minare le pratiche commerciali, rappresentando uno strumento in mano alle multinazionali per ostacolare realtà di dimensioni inferiori. Un’altra critica che è stata mossa ai promotori del LBO è che con questa operazione si verifichi una frenata in termini di innovazione. I sostenitori di questa tesi affermano che per “salvaguardare” il *cash-flow*, il *management* tende a ridurre eccessivamente i costi di ricerca e sviluppo, ponendo un freno all’innovazione. Vero è che, come affermato nel capitolo sull’archetipo della *target*, un’azienda con una linea prodotti consolidata, in un mercato non più in via di sviluppo, è la candidata perfetta per un’operazione di LBO. Un’altra criticità può sorgere al momento della strategia di *exit*. I vari soggetti interessati potrebbero avere infatti pareri discordanti sulla migliore strategia:

¹⁵⁵ “Il leveraged buy-out nella riforma societaria”, V. Salafia, Rivista Società, 2004

sappiamo che gli *sponsor* finanziari, quali i fondi di *private equity*, ad esempio, vogliono smobilizzare velocemente l'investimento ed ottenere il maggior rendimento possibile, solitamente tramite la quotazione o la cessione ad un altro fondo, il quale ha spesso obiettivi esclusivamente finanziari. Sovente, quindi, la necessità di smobilizzare l'investimento pone in posizione subalterna altre priorità, magari più vantaggiose nel lungo periodo, per l'azienda stessa. Ancora, la necessità di trarre il massimo profitto spinge gli *sponsor* finanziari ad essere miopi, optando a priori per la quotazione o ad un *secondary buyout*. I dipendenti auspicerebbero invece la cessione ad un *partner* strategico, per crescere ulteriormente. Questa soluzione potrebbe essere condivisa anche dal *management*, tranne nel caso in cui l'incorporazione in un'altra società determini la sostituzione dei dirigenti originali della *target*.

In sintesi quindi, sembra che, se attuata correttamente e con discernimento, la tecnica del LBO possa essere altamente remunerativa e vantaggiosa. Inoltre, potenzialmente, il LBO promuove una crescita generale che impatta positivamente sui vari *stakeholders*. Tuttavia, come evidenziato nella sezione dedicata all'*excursus* storico di questa strategia, quando gli *sponsor* si fanno coinvolgere eccessivamente, utilizzando un grado di leva oggettivamente sbilanciato, o puntando aziende altamente rischiose, si può generare un vero e proprio disastro, con un profondo impatto su tutto il sistema economico.

Capitolo 3: La congiuntura con il mondo del PE

Questa sezione ha l'obiettivo di fornire maggiori informazioni su un tema precedentemente citato: la congiuntura tra il mondo del *leveraged buy-out* e del *private equity*. L'evoluzione della strategia in questione ha fatto sì che i fondi di *private equity*, che prima agivano da “semplici” finanziatori, siano diventati spesso i promotori delle operazioni che prima finanziavano. In molti casi, tra l'altro, i fondi stessi intervengono in veste di acquirenti post-LBO, dando vita ai cosiddetti *secondary buyout*. Di conseguenza, ad oggi, c'è un legame profondo tra la tecnica del LBO e questo tipo di operatori. Tuttavia, prima di focalizzarsi sul rapporto tra queste due realtà, è necessario descrivere che cos'è il *private equity*, e fornire qualche dato legato ai *trend* e all'evoluzione che accompagnano questo mondo.

“Il *Private Equity* è una forma di investimento in cui i capitali vengono raccolti da investitori istituzionali o privati qualificati (essendo un investimento ad alto rischio, richiede adeguate competenze) al fine di acquisire partecipazioni nel capitale di società generalmente non quotate in borsa (società *target*)”¹⁵⁶. La caratteristica principale di questo tipo di acquisizioni è che sono prodromiche alla successiva cessione o quotazione in borsa. Le società di *private equity*, infatti, non agiscono solo da finanziatori ma contribuiscono, con le proprie *expertise* e conoscenze, a “rivoluzionare” o comunque efficientare l'azienda, per venderla ad un prezzo maggiore, traendone un profitto. Un'altra attività tipica delle società di PE è quella di consulenza per operazioni di M&A. Infine, l'ultima grande “sotto-branca” appartenente al mondo del *private equity* è l'attività di *venture capital*. VC è un termine generale per descrivere un investimento con capitale di rischio in una società giovane (*start-up*), spesso in un settore ancora poco maturo. Le società di *private equity* non di rado vedono il potenziale nel settore e/o, soprattutto, nella stessa azienda *target*, ritenendo tuttavia che la mancanza di entrate o flussi di cassa adeguati, di un finanziamento tramite debito, o di una visione a lungo termine la stiano frenando. Di conseguenza, i fondi acquistano la giovane società, contribuendo a farla crescere e prosperare in una *industry* anch'essa in espansione. Va evidenziato come la

¹⁵⁶ Definizione 24ore Business School

popolarità della suddetta attività ha fatto sì che molti fondi iniziassero a concentrarsi solo su questo, discostandosi, di fatto, dal mondo del *private equity*. Tornando al mondo generale del *private equity*, come anticipato nella sezione legata agli attori del LBO, le società di questo settore sono costituite solitamente come *partnership*¹⁵⁷ o *limited liability company*, e raccolgono capitale tramite un *private equity fund*, solitamente di tipo *closed-end*¹⁵⁸, nel quale gli investitori si impegnano a versare una certa quantità di denaro per pagare gli investimenti nelle aziende e le commissioni richieste dal fondo, ed hanno poca voce in capitolo sulle scelte d'investimento dei *general partners*. In una tipica transazione di *private equity* il fondo acquista una società, ricorrendo, in molti casi, in larga parte al debito (questo è solitamente composto per una parte da debito *senior & secured* e per una parte da debito *junior & unsecured*). La società di *private equity* investe i fondi dei suoi investitori come *equity* per coprire il restante 10-40% del prezzo di acquisto. Anche il nuovo gruppo dirigente dell'azienda acquistata (che può essere o meno identico al gruppo dirigente precedente all'acquisizione) contribuisce al nuovo capitale, seppur in minima parte.

3.1: Excursus storico sulle operazioni di PE

3.1.1: I fondi di PE, dalla nascita alla crisi del 2008

I fondi di *private equity* sono emersi per la prima volta all'inizio degli anni Ottanta. I dollari nominali impegnati ogni anno dai fondi di *private equity* statunitensi sono da allora aumentati esponenzialmente, passando da 0,2 miliardi di dollari nel 1980, ad oltre 200 miliardi di dollari nel 2007, e circa 730 miliardi nel 2022¹⁵⁹. Dato il forte aumento dei valori di mercato delle imprese in questo periodo, oltre che dell'inflazione, questo dato potrebbe essere fuorviante; per questo è più appropriato misurare il capitale impegnato

¹⁵⁷ In questa struttura, i *general partners* (simili ai soci accomandatari) gestiscono il fondo e i *limited partners* (simili ai soci accomodanti) forniscono la maggior parte del capitale. I *limited partners* comprendono tipicamente investitori istituzionali, come fondi pensione aziendali e pubblici, fondi di dotazione e compagnie di assicurazione, nonché individui facoltosi. La società di *private equity* funge da *general partner* del fondo.

¹⁵⁸ In un fondo "chiuso", gli investitori non possono ritirare i loro capitali fino alla chiusura del fondo, il quale ha una vita limitata di circa dieci anni. Per questa caratteristica si differenziano dai fondi comuni di investimento, dove invece gli investitori possono ritirare i loro fondi quando vogliono.

¹⁵⁹ Fonte: S&Pglobal

come percentuale del valore totale del mercato azionario statunitense. La seguente immagine utilizza i dati forniti da CapitalIQ per riportare il valore cumulato delle transazioni di *private equity* statunitensi sostenute come frazione del valore totale del mercato azionario statunitense. Sempre sullo stesso grafico sono evidenziati i valori legati al *fundraising* dei fondi americani. La serie deflazionata, riportata sempre nell'immagine, suggerisce inoltre che gli impegni di *private equity* sono ciclici.

U.S. Private Equity Fundraising and Transaction Values as a Percentage of Total U.S. Stock Market Value from 1985 to 2007

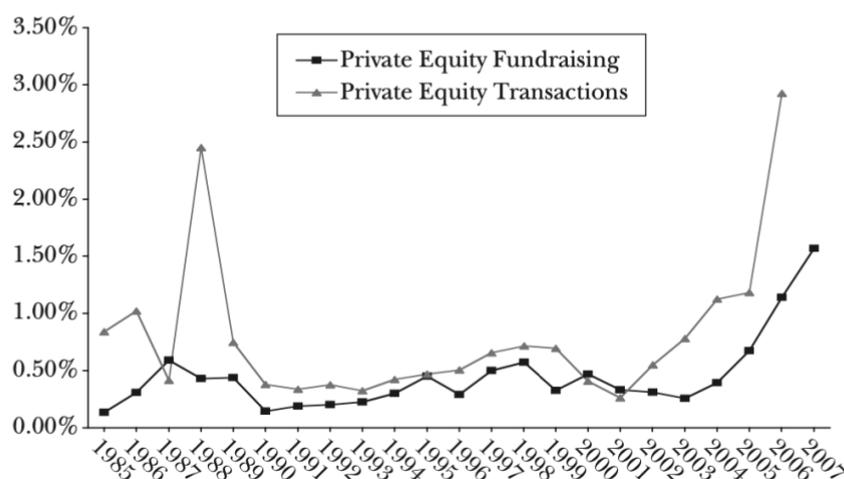


Figura 16: Fonte "Leveraged Buyouts and Private Equity", Steven N. Kaplan and P. Stromberg, 2009

Questi, infatti, sono aumentati negli anni '80, hanno raggiunto il picco nel 1988, sono diminuiti all'inizio degli anni '90, sono aumentati alla fine dello stesso decennio, hanno raggiunto un picco, seppur inferiore al precedente, nel 1998, sono nuovamente diminuiti all'inizio degli anni 2000, per poi iniziare a crescere nel 2003. Nel 2006 e nel 2007, gli impegni del *private equity* sono apparsi estremamente elevati rispetto agli *standard* storici, raggiungendo il 3% del valore del mercato azionario statunitense. Un'avvertenza su questa osservazione è che molte delle grandi società di *private equity* statunitensi sono diventate globali solo in quel periodo, e questo dato, che sembra così elevato, rappresenta un valore contenuto se paragonato ai livelli attuali. Traendo delle conclusioni generali, dal grafico si evince in *primis* che c'è ovviamente una forte correlazione tra il volume di capitale raccolto ed il valore delle transazioni dei fondi. Inoltre, a conferma del forte legame tra le operazioni di LBO ed il mondo del *private equity*, questi *trend* ricalcano da

vicino quelli mostrati nella sezione dedicata *all'exkursus* storico del LBO. Anche il LBO, infatti, ha avuto il suo picco negli anni '80, è "crollato" negli anni '90 a causa di scandali e fallimenti vari, per poi fiorire nuovamente durante gli anni precedenti alla crisi del 2008.

L'immagine sottostante, invece, mostra il numero e il valore complessivo delle operazioni di *leveraged buyout* a livello mondiale sostenute, come principale finanziatore, da un fondo di *private equity*. Anche queste evidenze derivano dal report di Steven N. Kaplan¹⁶⁰ sulla base dei dati forniti da CapitalIQ. In questo caso i dati non coinvolgono solo gli Stati Uniti, bensì tutto il mondo. In totale, dal 1° gennaio 1970 al 30 giugno 2007 sono state effettuate 17.171 operazioni di *buyout* sponsorizzate principalmente da fondi di *private equity*. I valori delle transazioni corrispondono all'*enterprise value*, ovvero il valore di mercato del capitale proprio più il valore contabile del debito netto delle aziende acquisite, convertito in dollari statunitensi del 2007. Quando i valori delle transazioni non sono stati registrati, in genere nei casi di operazioni private di dimensioni ridotte, i valori sono stati stimati e imputati in funzione di varie caratteristiche dell'operazione e dello *sponsor*.

Global Private Equity Transaction Volume, 1985–2006

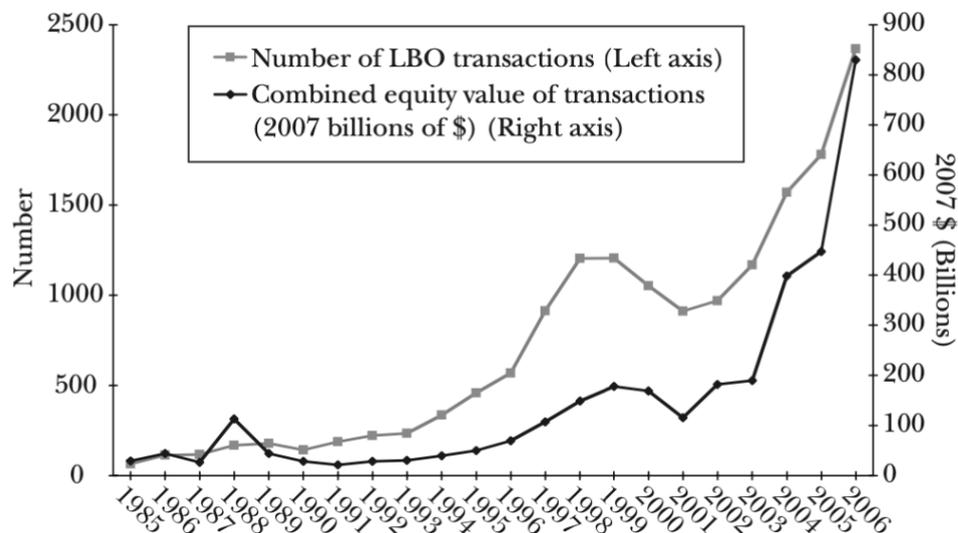


Figura 17: Fonte "Leveraged Buyouts and Private Equity", Steven N. Kaplan and P. Stromberg, 2009

¹⁶⁰ "Leveraged Buyouts and Private Equity", Steven N. Kaplan and P. Stromberg, 2009

L'attività complessiva delle operazioni di *buyout* rispecchia, come detto, i modelli di *fundraising* dei fondi di *private equity*, infatti, i volumi delle transazioni e delle raccolte di capitale presentano una ciclicità simile. Un'enorme porzione dell'attività storica di *buyout* è avvenuta dal 2005 al giugno 2007. In questo periodo CapitalIQ ha registrato 5.188 operazioni di *buyout* per un *enterprise value* complessivo stimato di oltre 1.600 miliardi di dollari (in dollari del 2007), e questi ventuno anni e mezzo rappresentano rispettivamente il 30% delle transazioni dal 1984 al 2007, e il 43% del valore totale delle transazioni reali. Sebbene la Figura 17 includa solo le operazioni annunciate fino a dicembre 2006 (e chiuse entro novembre 2007), il numero di *leveraged buyout* annunciati ha continuato ad aumentare fino a giugno 2007, quando è stato annunciato un numero record di 322 operazioni. In seguito, l'attività di acquisizione è diminuita notevolmente a causa delle turbolenze dei mercati del credito, scaturiti dalla crisi dei mutui *subprime*. Nel gennaio 2008 infatti sono stati annunciati solo 133 nuovi *buyout*. La maggior parte di questi dati è stata estrapolata dal report di Steven N. Kaplan e Per Strömberg intitolato "*Leveraged Buyout and Private Equity*"¹⁶¹.

3.1.2: Lo scorso decennio per il PE

Global private equity (PE) activity from 2002 to 2021

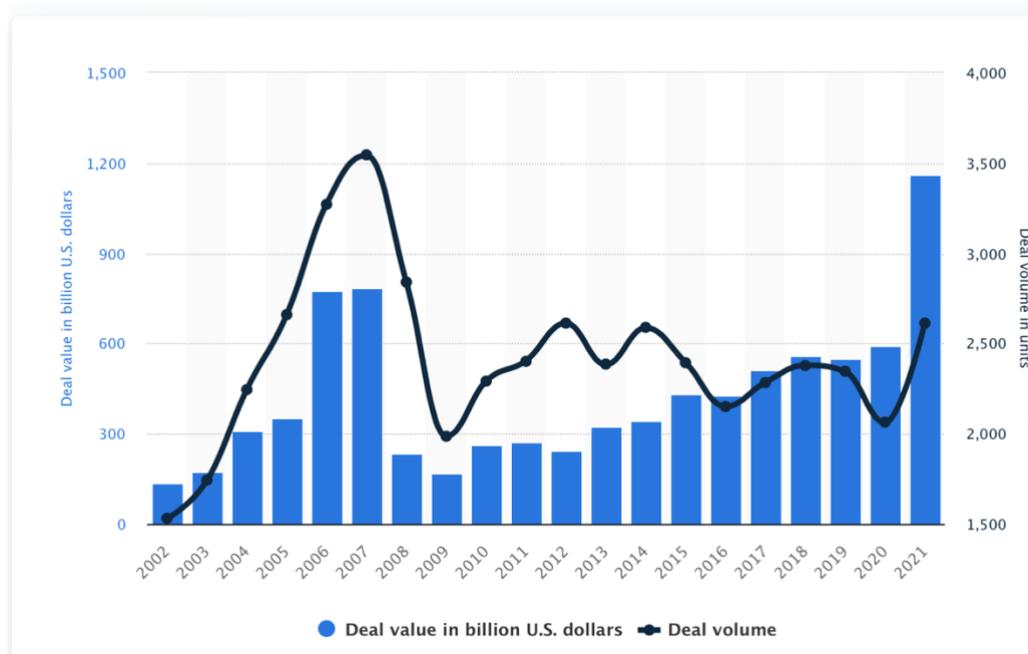


Figura 18: Fonte "Statista"

¹⁶¹ "Leveraged Buyouts and Private Equity", Steven N. Kaplan e P. Strömberg, *Journal of Economic Perspectives*, 2009

L'immagine cui sopra riporta il valore delle operazioni di *private equity* nell'arco temporale non coperto dal grafico precedente; è quindi utile soffermarsi sul periodo di tempo che va dal 2010 al 2020 circa. Inoltre, si fa riferimento, di nuovo, esclusivamente al mercato americano, che può essere considerato una *proxy* dell'andamento a livello mondiale. Il mercato del *private equity* ha completato un impressionante decennio di crescita. I patrimoni gestiti dai mercati privati (AUM¹⁶²) sono cresciuti del 10% nel 2019, e di 4.000 miliardi di dollari nell'ultimo decennio, con un aumento del 170%, mentre il numero di società di *private equity* (PE) attive è più che raddoppiato. I mega fondi da 5 miliardi di dollari e oltre dominano sempre più la raccolta di fondi di *buyout*, costituendo più della metà del totale nel 2019. Un dato identificativo, fornito da McKinsey e dalla famosa società di dati Preqin, è quello che riporta l'evoluzione del numero dei giganteschi fondi di *buyout* americani, ed il loro *fundraising* cumulato. Nel 2015, c'era solo un fondo superiore a 10 miliardi di dollari, con un *fundraising* di 18 miliardi. Nel 2017 erano quattro, per un totale raccolto di 63 miliardi e nel 2019 erano sei, con un cumulato di quasi 95,5 miliardi¹⁶³. Tra i nomi più noti risalta ovviamente il già citato KKR, accanto a Blackstone, Apollo, TPG e The Carlyle Group. Sempre nel 2019, la quota di fondi inferiori a 1 miliardo di dollari è invece scesa ai minimi da 15 anni. Tuttavia, paradossalmente, ci sono poche prove di un consolidamento ai vertici del settore. Inoltre, anche se il numero di società di PE attive continua a crescere (ora sono quasi 7.000), sono sempre di più i gestori che abbandonano l'attività. La maggior parte di questi ha dato vita ad un solo fondo, il che suggerisce come il logorio sia principalmente il risultato di *manager* "one-and-done". Un altro dato importante mostra che nell'ultimo decennio il numero di società statunitensi sostenute da *sponsor* come i fondi è aumentato del 60%. Anche per quanto riguarda il capitale privato raccolto, i risultati sono impressionanti. Il grafico sottostante si riferisce esclusivamente al nord America. Dal grafico si evince infatti che, tranne per il periodo post-2008, il quale è stato ulteriormente aggravato dalla successiva crisi dei titoli sovrani, c'è stato un continuo aumento dei capitali raccolti dal *private equity*.

¹⁶² Asset under management

¹⁶³ "A new decade for private markets", McKinsey Global Private Markets Review, 2020

North American PE fundraising reached an all-time high in 2019.

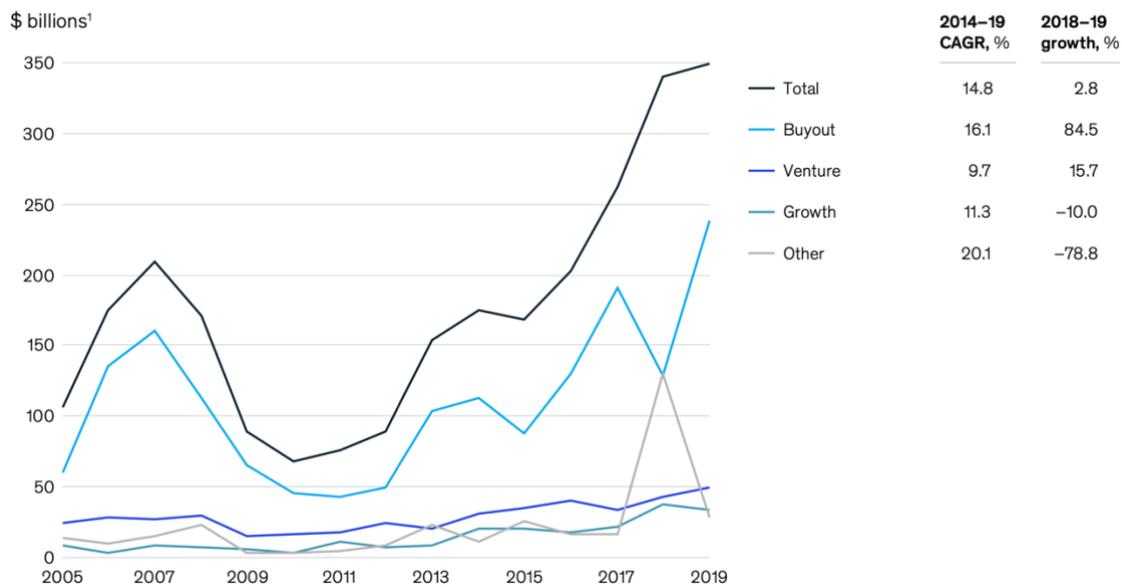


Figura 19: Fonte “McKinsey Global Private Markets Review 2020”¹⁶⁴

Un ultimo dato molto identificativo è quello che mette a confronto il mondo del *private equity* con quello del cosiddetto *public market*. Con l’obiettivo, infatti, di fornire un utile *benchmark*, nello stesso periodo, dal 2010 circa, gli AUM del mercato pubblico globale sono cresciuti “solo” di circa il 100%, mentre il numero di società statunitensi quotate in borsa è rimasto pressoché invariato (ma è diminuito di quasi il 40% dal 2000). Infine, la figura sottostante confronta i rendimenti di questi due mercati dal 2007 al 2016. I dati, sempre presenti nel *report* di McKinsey sono stati forniti dalle società Burgiss, oggi parte del gruppo MSCI Private Capital Solutions, e da Cambridge Associates. In questo grafico, dove PME sta per *public market equivalent*, è evidente che i fondi PE hanno sovraperformato i mercati pubblici, e che un investitore passivo in PE avrebbe ottenuto ottimi risultati nell’ultimo decennio. Naturalmente, l’investimento passivo in PE non è ancora fattibile per la maggior parte degli investitori: non esiste infatti un ETF equivalente per questa *asset class*¹⁶⁵.

¹⁶⁴

<https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2020/mckinsey-global-private-markets-review-2020-v4.pdf>

¹⁶⁵ “A new decade for private markets”, McKinsey Global Private Markets Review, 2020

PE has topped public market returns since 2009.

PME¹ and mPME (S&P 500) by vintage, PME/mPME = 1

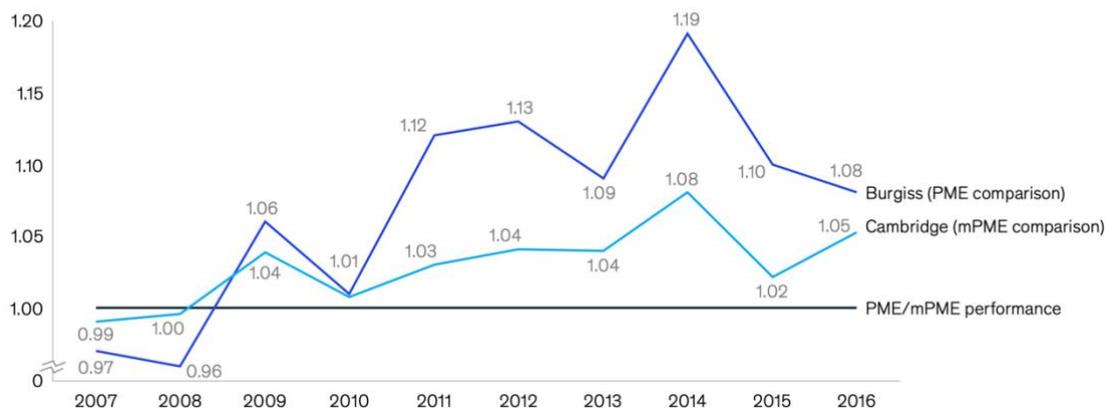


Figura 20: Fonte “McKinsey Global Private Markets Review 2020”

A conclusione di questa panoramica sullo scorso decennio, un ultimo dato assai rilevante è quello che mostra, nel 2019, lo strapotere del PE, ed al suo interno dell'attività di *buyout*, sul resto delle *asset class*. Nel 2019 gli AUM del mercato privato sono aumentati del 10%, raggiungendo 6.500 miliardi, ovvero un nuovo massimo storico. Di questi però, circa il 60% sono legati al mondo del *private equity*, il quale guida la classifica con un incremento del 12,2%, raggiungendo i 3.900 miliardi. Il valore patrimoniale netto dei PE mondiali si è moltiplicato di 8x dal 2000, quasi tre volte più velocemente della capitalizzazione del *public market*, che è cresciuta di circa 2,8x nello stesso periodo. Tuttavia, vale la pena ricordare che nonostante due decenni di crescita impetuosa, gli AUM del mercato privato rimangono oggettivamente piccoli rispetto a quelli dei mercati pubblici, essendo inferiori all'8% della capitalizzazione totale del mercato azionario pubblico e al 3% del debito pubblico. L'immagine sottostante si rivela molto utile anche per capire, all'interno del PE, quali siano le branche più importanti, ed in quali mercati geografici esse operino. Focalizzandosi ancora una volta sul *buyout*, nel 2019 il 60% degli *asset under management* venivano gestiti da fondi in Nordamerica, contro il 25% dell'Europa.

AUM now totals \$6.5 trillion, almost 2.7× more than in 2010.

Private market assets under management, H1 2019

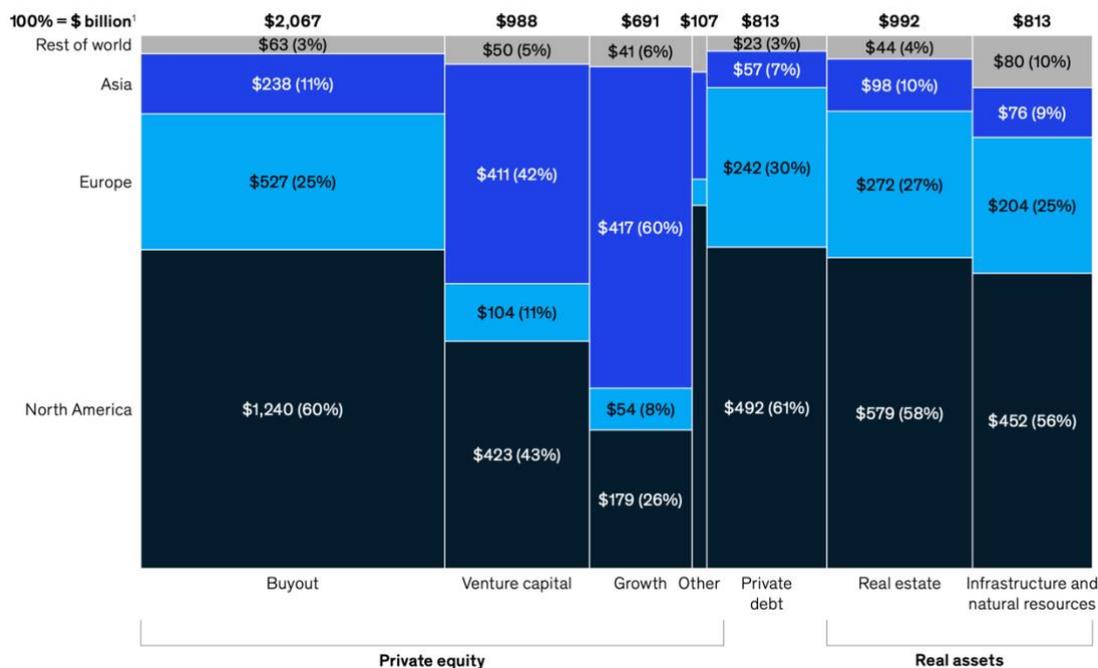


Figura 21: Fonte “McKinsey Global Private Markets Review 2020”

3.1.3: Dal 2020 ad oggi

Come accennato, a causa dell’inflazione, del Covid-19 e dei conflitti, il nuovo decennio è stato contraddistinto, fino ad adesso, da tassi d’interesse molto alti rispetto al periodo precedente. A titolo esemplificativo, è utile osservare l’andamento del livello del tasso d’interesse della BCE, anche noto come “tasso refi” o “tasso per le operazioni di rifinanziamento”. Questo tasso, che “rappresenta il valore indicizzato che le banche sono tenute a pagare quando prendono in prestito del danaro dalla BCE”¹⁶⁶ è passato dallo 0% del 2016, al 2% di ottobre 2022, fino al 4,5% di settembre 2023. È noto che il costo del denaro ha un forte impatto sul livello di attività di *buyout*, motivo per cui il PE *deal value* americano ammontava ad un valore cumulato di 1.200 miliardi nel 2021, di 919 miliardi nel 2022, di 700 miliardi nel 2023 e di 145 miliardi fino a marzo 2024. Nonostante questa fase calante del ciclo di *private equity*, l’attività dei fondi si è dimostrata comunque una di quelle più redditizie. L’immagine seguente riporta e confronta il *rolling one year* IRR ottenuto in varie strategie di investimento a livello mondiale.

¹⁶⁶ “Il tasso d’interesse della BCE, tasso refi”, Euribor rates

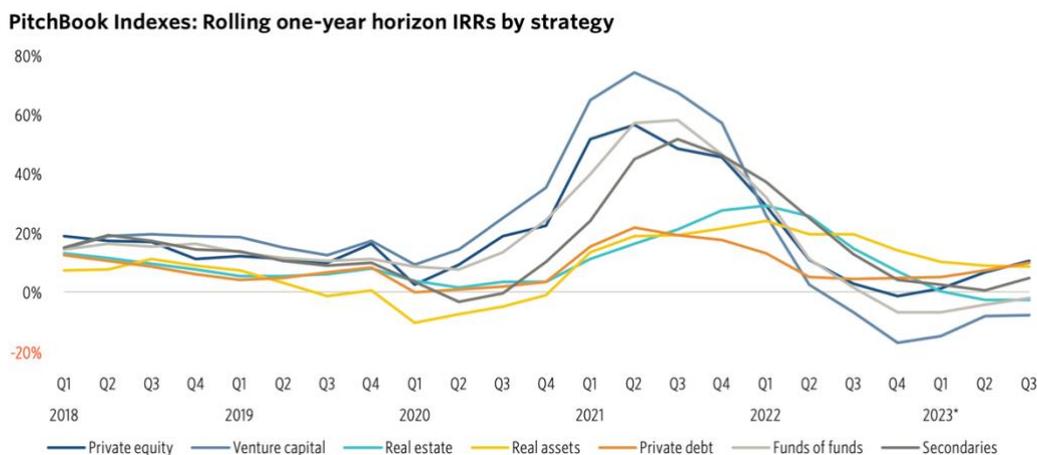


Figura 22: Fonte “Fund Performance Report”, Pitchbook, D. Sanders & C. Ledwig, 2024

Con riferimento al terzo trimestre del 2023, focalizzandosi sul PE, si può notare come il rendimento complessivo dello stesso sia stato del 6,8%, in aumento rispetto al 4,2% del secondo trimestre e all’1,0% del primo. Inoltre, tenendo in considerazione un intervallo temporale annuo, l’IRR a un anno dei fondi PE ha raggiunto il 10,4% per i 12 mesi terminati nel terzo trimestre del 2023, segnalando un aumento rispetto al 6,5% registrato nel secondo trimestre del 2023. Il dato confortante è che il PE, a fine 2023, ha conquistato il primato della *performance* per la prima volta dal 2018. Considerando poi che, come anticipato, molti fondi compiono anche operazioni di VC, questo dato è ancor più significativo. Inoltre, è utilissimo concentrarsi sul dettaglio delle attività svolte dai fondi in questione, per capire quali sono quelle che, almeno nell’ultimo periodo, sono risultate più profittevoli. Concentrandosi sulla macro-branca cardine dell’operazione di questa tesi, il *buyout*, si può notare come la stessa sia tornata ad essere quella più redditizia solo da inizio 2022. Difatti, come mostra il grafico seguente, l’attività di *buyout* dei fondi ha sempre generato rendimenti intermedi negli ultimi sei anni, con il picco negativo avvenuto nel 2018. Ancora una volta, l’aumento dei tassi d’interesse avvenuto in quel periodo ha gravato negativamente sull’attività di *buyout*. Il nuovo report di McKinsey del 2024¹⁶⁷ riporta che, sebbene il volume delle operazioni di *buyout* sia diminuito del 19%, il 2023 è comunque stato il terzo anno più attivo in assoluto. Questo dato è ancor più rilevante se confrontato con l’altra principale *sub-asset class* del PE, il *venture capital*. “Al contrario, la raccolta di fondi di *venture capital* è diminuita di quasi il 60%,”

¹⁶⁷ “McKinsey Global Private Markets Review 2024”

raggiungendo il livello più basso dal 2015, e il volume delle transazioni è sceso del 36%, raggiungendo il livello più basso dal 2019”¹⁶⁸. Come si evince dall’immagine, anche i rendimenti del VC sono drasticamente crollati negli ultimi anni.

Buyout outperformed other PE strategies.

Performance by strategy, 1-year pooled IRR for 2000–20 vintage funds,¹ %



¹Fund performance assessed using IRR calculated by grouping performance of 2000–20 funds during 2000–23. Some data not available for certain periods. IRR for 2023 is YTD as of Sept 30, 2023.

Figura 23: Fonte “McKinsey Global Private Markets Review 2024”

Tornando a fare riferimento al mondo del PE in generale, i due grafici seguenti forniscono un dettaglio dimensionale e geografico sulle informazioni legate all’IRR riportate precedentemente. Per quanto riguarda il primo punto, è interessante notare come non sempre i fondi più grandi siano anche quelli che garantiscano i rendimenti migliori.

¹⁶⁸ “Private markets: A slower era”, McKinsey Global Private Markets Review 2024

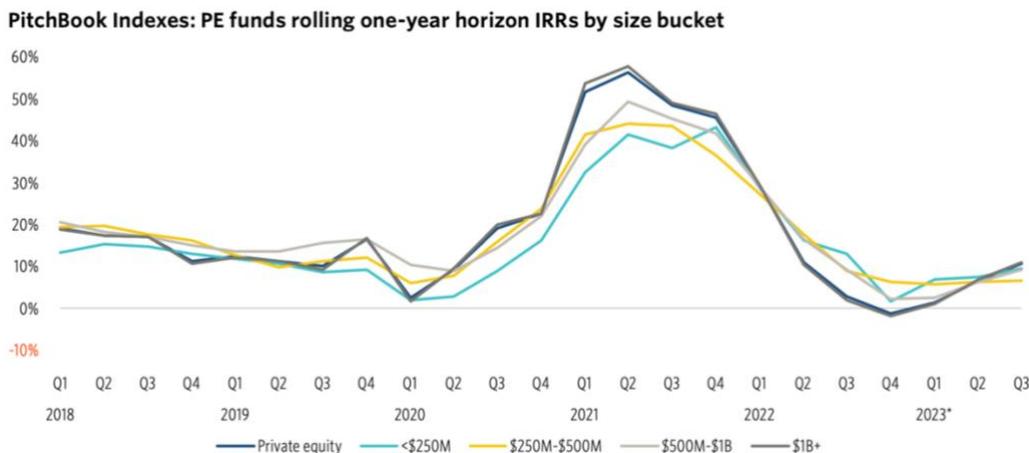


Figura 24: Fonte “Fund Performance Report”, Pitchbook, D. Sanders & C. Ledwig, 2024

Molto più interessante è tuttavia il dato geografico che, tra l’altro, evidenzia una sempre maggior rilevanza europea: in tutte le regioni, gli IRR a un anno sono aumentati nel terzo trimestre del 2023, con i fondi europei in testa, con un rendimento del 14,4%.

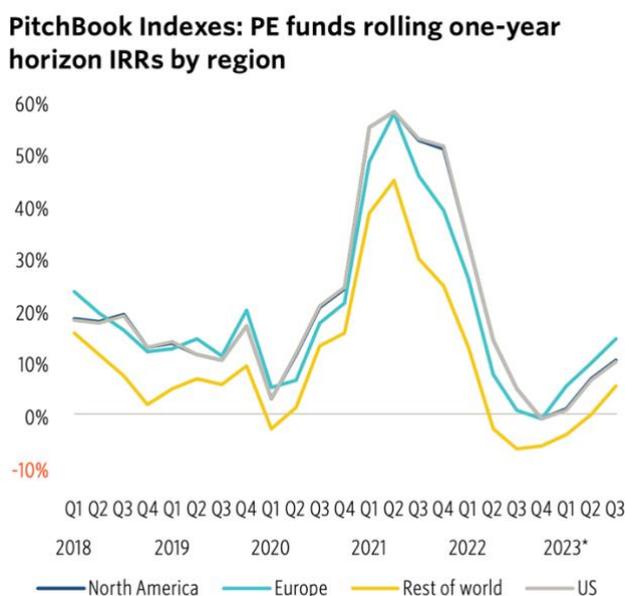


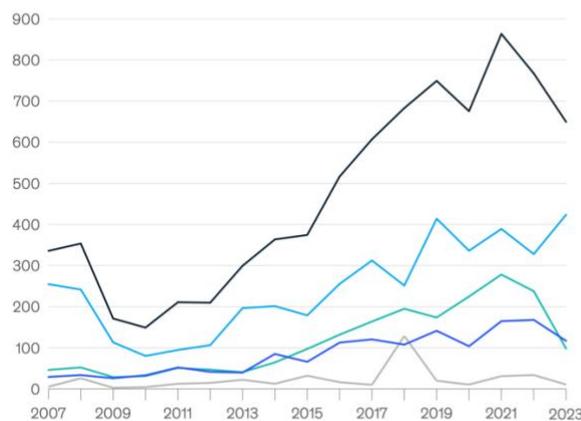
Figura 25: Fonte “Fund Performance Report”, Pitchbook, D. Sanders & C. Ledwig, 2024

Nonostante i rendimenti siano tornati a crescere nel 2023, i dati sull’attività del settore non sono molto positivi. Sempre gli analisti di McKinsey riportano che, nel 2023, il *private market fundraising* è diminuito del 22% rispetto all’anno precedente, il più grande calo dal 2009, superando di poco 1 trilione di dollari. Occorre menzionare che, sebbene il calo della raccolta di fondi sia preoccupante, gli *asset* gestiti dai mercati privati hanno

continuato a crescere, aumentando del 12% e raggiungendo i 13,1 trilioni di dollari al 30 giugno 2023. Con riferimento esclusivo al PE invece, è utile sottolineare che il numero ed il volume delle operazioni sono diminuiti drasticamente nel 2023, rispettivamente del 24% e del 21% rispetto all'anno precedente (come mostra l'ultima immagine di questa sezione). Con riferimento agli AUM, questi sono aumentati dell'8%, sfiorando gli 8,2 trilioni. Inoltre, il *fundraising* del PE è diminuito per il secondo anno di fila, arrivando a 649 miliardi di dollari, e registrando un calo del 15%. Nonostante questo difficile contesto, ancora una volta i *buyout managers* hanno avuto il miglior anno in termini di raccolta fondi, collezionando più di 400 miliardi.

Global PE fundraising fell to \$649 billion.

Global private equity fundraising by sub-asset class,¹ \$ billion



¹Excludes secondaries, funds of funds, and co-investment vehicles.
²Includes turnaround, PIPE, balanced, hybrid funds, and funds with unspecified strategy.
 Source: Preqin

Figura 26: Fonte "McKinsey Global Private Markets Review 2024"

Private equity deal volume declined 21 percent.

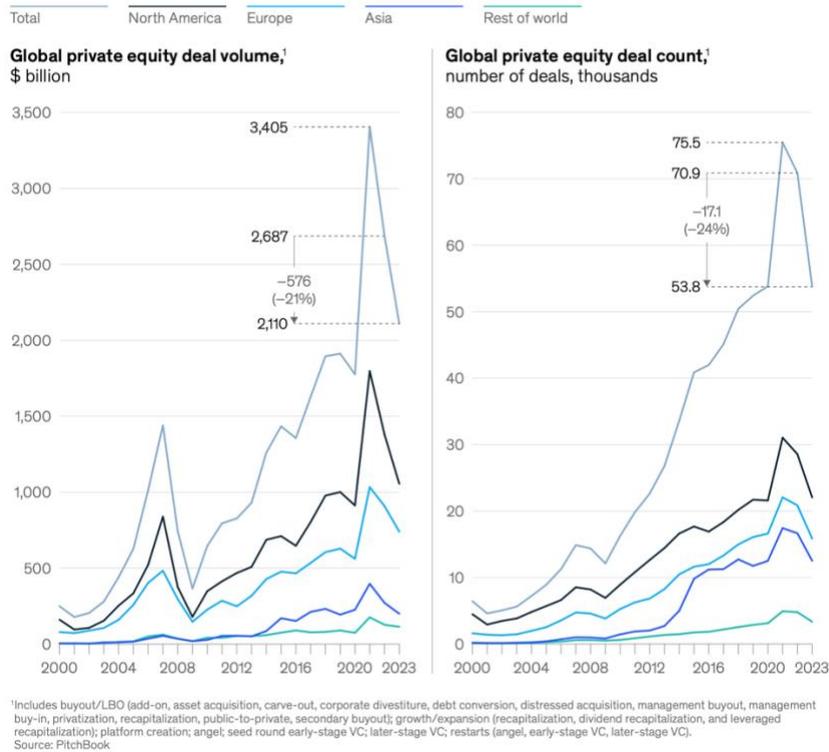


Figura 27: Fonte “McKinsey Global Private Markets Review 2024”

Infine, “nel decennio conclusosi nel 2022, la crescita del capitale privato ha superato sostanzialmente l'espansione dei mercati pubblici. Ma con 14.700 miliardi di dollari, c'è ancora molto spazio per un'ulteriore espansione degli AUM dei fondi privati. Si prevede che il capitale privato globale raggiungerà quasi 20.000 miliardi di dollari entro il 2028, con un aumento fino a quasi 24.000 miliardi di dollari se il contesto macroeconomico sarà favorevole”¹⁶⁹.

¹⁶⁹ “Fund Performance Report”, Pitchbook, D. Sanders & C. Ledwig, 2024

3.2: Il punto di contatto tra i due mondi

In conclusione, dopo aver delineato con precisione l'attività delle società di *private equity* e la loro crescente preminenza a livello globale, è chiaro il punto di contatto con il mondo del LBO. I fondi compiono appunto un'intensa attività di LBO, principalmente perché questo genere di operazione richiede competenze molto tecniche e genera dei tassi di rendimento incredibilmente elevati, i più alti rispetto alle altre strategie. I fondi di PE, che hanno le *skills* necessarie, agiscono investendo in capitale di rischio, e spesso inseriscono soggetti a loro vicini nel *management* della *target*, riducendo così l'asimmetria di obiettivi tra l'assetto proprietario e quello dirigenziale. Una fattispecie abbastanza recente è quella che vede vari fondi di PE investire contemporaneamente nella stessa società bersaglio. I *club deals*, come vengono chiamati, sono operazioni di LBO eseguite da due o più fondi di PE, i quali da un lato riducono il rischio sul capitale investito e dall'altro possono raccogliere grandi quantità di capitali, ad oggi ottenibili solo tramite i *public credit markets*. Questa soluzione è molto appetibile per i fondi che, come anticipato, stanno ricoprendo un ruolo sempre più considerevole nel finanziamento di queste operazioni. Essendo questi poi molto attivi in operazioni di finanza strutturata, conoscono e tessono stretti rapporti con le banche, arrivando a negoziare con loro prestiti più agevolati. Questi soggetti sono poi molto competenti anche per quello che riguarda la fase conclusiva di un'operazione di *buyout*. Assistono i dirigenti della *target* durante le cosiddette *management presentations* e si preparano per organizzare l'IPO. Nel caso in cui la quotazione non sia la soluzione conclusiva ottimale per una certa operazione, contattano altri fondi per cedere le quote della *target*, predisponendo un *secondary buyout*, già discusso nella sezione dedicata alle *exit opportunities*.

Conclusioni

Questo progetto di tesi ha avuto l'obiettivo di analizzare il complesso ma intrigante fenomeno del LBO. Difatti, per comprendere a fondo quest'operazione, che come anticipato è nota principalmente per (i) la complessità intrinseca alla stessa; (ii) le crisi ad essa attribuibili; (iii) la rilevanza che riveste nel mondo della finanzia, in particolar modo quella straordinaria, e conseguentemente (iv) il calibro dei soggetti in essa coinvolti, è stato necessario contestualizzarla in termini storici ed economici.

La parte iniziale dell'elaborato ha fornito la possibilità di conoscere le motivazioni alla base della creazione e della diffusione del fenomeno. Il contesto americano rappresentava la sintesi perfetta; un clima florido trainato da imprenditori che avevano l'ambizione di crescere velocemente e, grazie all'euforia generale, non avevano paura di farlo indebitandosi. I tassi d'interesse, lo sviluppo del mercato obbligazionario e borsistico ed i fenomeni di *going private* e della *deconglomeration* hanno poi reso questa operazione sempre più diffusa, fino al momento in cui ci fu un oggettivo eccesso di euforia, che ne ha decretato la momentanea fine. La sezione iniziale ha permesso anche di capire cosa ha scaturito i picchi negativi del fenomeno, alla fine degli anni '80 e prima del 2008, ovvero l'eccessivo indebitamento adoperato; difatti si può indiscutibilmente definire folle un livello di leva finanziaria al 90%. Quest'ultimo, che ha rappresentato una sorta di costante per tutto l'elaborato, è infatti la chiave dell'argomento in questione. Facendo una sintesi delle varie sezioni in cui è stato trattato, si evince che da un lato questo rappresenta il vero punto di forza dell'operazione di LBO, dall'altro rappresenta la causa delle crisi e delle dispute tra i vari *stakeholders*. La descrizione del panorama storico del LBO è stata prodromica alla discussione di un nuovo *trend* che sta coinvolgendo il mondo del LB; sembra infatti che solo il credito privato, rappresentato *in primis* dagli "avid" fondi di *private equity*, sia ancora pienamente a proprio agio nel finanziare queste operazioni con livelli folli di *leverage*. Inoltre, sempre il livello di indebitamento è stato trattato nella parte finale del primo capitolo, quella funzionale alla descrizione delle varie tipologie di LBO. In questo paragrafo si è avuto modo di capire come sotto il termine *leveraged buyout* ricadano una miriade di operazioni che (i) coinvolgono soggetti diversi; (ii) sono

mosse da motivazioni contrastanti; (iii) hanno tempistiche diverse e (iv) rappresentano tipologie di investimento completamente diseguali.

Estremamente funzionale alla comprensione del fenomeno del LBO è stato anche il secondo capitolo dell'elaborato. In *primis* questo ha permesso di conoscere i soggetti e, conseguentemente, il ruolo svolto da ciascuno di essi all'interno dell'operazione in questione. Questa sezione ha inoltre confermato, e soprattutto motivato, il ruolo fondamentale che rivestono i fondi di *private equity*, tema che sarebbe stato poi approfondito nel terzo capitolo. Ma questo paragrafo ha soprattutto fornito una visione ulteriore della complessità del fenomeno, data dal fatto che l'operazione di LBO vede coinvolti gli stessi soggetti in ruoli differenti. Un'ulteriore riprova della complessità del LBO è stata anche fornita nella sezione dedicata all'archetipo della candidata perfetta a ricevere un'operazione di *leveraged buyout*. La mole di informazioni da raccogliere ed analizzare in fase di *scouting*, e successivamente di *due diligence*, è immensa soprattutto se si considera che informazioni diverse sono necessarie per aziende operanti in settori diversi oppure per aziende che si trovano in fasi di vita diverse. Tutte queste variabili evidenziano come non ci siano parametri univoci; a non essere univoci sono soprattutto i livelli di indebitamento ottimali, e la composizione degli stessi. Il quarto paragrafo del secondo capitolo delinea proprio le componenti del debito ottenibili per iniziare il processo in questione. Questa sezione, tramite una descrizione dei pro e contro di ogni strumento di debito, ha permesso sia di collegare i livelli di *leverage* con l'*excursus* storico del primo capitolo, che di collegare gli stessi alla tipologia di *target* da acquisire e agli obiettivi prefissati dallo *sponsor*. Il secondo capitolo ha proseguito con un *overview* sulle strategie di *exit* percorribili, e soprattutto con i vantaggi derivanti da ognuna di esse. Questa sezione ha permesso di “mettersi nei panni” degli *sponsor* e capire perché questi abbiano optato per la formula “acquisizione tramite indebitamento”. Infine, l'ultimo paragrafo del suddetto capitolo ha delineato i vantaggi e gli svantaggi dell'operazione di LBO.

Infine, con riferimento all'ultimo capitolo, questo ha coniugato due dei temi maggiormente discussi all'interno dell'elaborato, il mondo del *private equity* ed il LBO stesso. Dopo una descrizione di ciò che davvero il PE rappresenta, e soprattutto, di come questo si posizioni in termini di redditività rispetto ad altre *asset class*, è stata sviluppata

un'analisi dei *trend* storici che hanno coinvolto questa *industry*, con il principale obiettivo di evidenziare le affinità con i *trend* del LBO. Dalle analisi svolte si percepisce come la correlazione tra questi due “mondi” sia evidente, e soprattutto, sempre più rilevante. Si è potuto notare come il sempre maggior coinvolgimento dei fondi, in veste di *sponsor*, finanziatori, o di acquirenti, sia alla base di questa fattispecie; a ciò si è tuttavia aggiunto un graduale affievolimento dell'interesse verso la suddetta operazione da parte dei *public credit markets*, quest'ultimi stanno infatti lasciando spazio agli investitori privati, i quali apprezzano questo genere di operazioni per il loro mix perfetto di conoscenze richieste e rendimenti ottenibili. È stato anche interessante evidenziare la reazione del *private equity*, e di riflesso del mondo del *buyout*, alle varie crisi globali. Guardando al futuro, nonostante le recenti flessioni che hanno coinvolto il settore del PE, sembra che le aspettative siano positive. Da un lato il modello di *buyout* implementato, principalmente dai fondi di PE, sembra essere stato vincente, dall'altro le aspettative a ribasso sui tassi d'interesse globali rappresentano il propulsore necessario affinché i fondi si ristabiliscano ai livelli pre-Covid 19.

In conclusione, si può asserire che questa controversa operazione, frutto della genialità di alcuni illuminati finanziari del passato, può rivelarsi estremamente utile. Infatti, cercando di imparare dagli errori passati, ed evitando di lasciarsi eccessivamente allettare dai rendimenti oggettivamente appetibili, questo strumento può in *primis* consentire di sbloccare situazioni aziendali di stallo, e, soprattutto tramite il miglioramento della performance aziendale, generare valore per molti *stakeholders*.

Bibliografia

“Investment Banking, Valuation, LBOs, M&A, and IPOs”, J. Rosebaum, J. Pearl, Wiley, Third edition, 2020

“Economia Aziendale”, G. Fiori, R. Tiscini, Egea, 2020

“Leveraged buy-out e mutamento dell’assetto proprietario”, Gian M. Committeri, Abuso del Diritto, 2019

“The Economics of LBOs: Evidence from the Syndicated Loan Market”, J.M. Pinto, Electronic Journal, SSRN, 2021

“Leveraged Acquisitions: Technical and Financial Issues”, V. Capizzi, 2005

“Leveraged buy-out. Aspetti finanziari giuridici e contrattuali”, A. Morano, DeAgostini, 1989

“Nuovi strumenti finanziari. Il leveraged buy out (LBO)”, V. Tedde, Franco Angeli, 2005

“Navigating New Norms: The Response of LBO Financing to Post-Crisis Regulation and Market Shifts”, R. Fahlenbrach, S. D. Rotermund, SSE Article, 2024

“Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy”, Michael C. Jensen, Journal of Applied Corporate Finance, 1989

“Il leveraged buyout”, P. Montalenti, Giuffrè, 1991

“Original Issue High Yield Bonds: Aging Analyses of Defaults, Exchanges, and Calls”, P. Asquith, David W. Mullins, Eric D. Wolff, Journal of Finance, 1989

“Principi di finanza aziendale”, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, F. Allen, S. Sandri, Mc Graw Hill, 2020

“Banking for family business”, S. Caselli, S. Gatti, Springer, 2005

“Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows”, Steven N. Kaplan, A. Schoar, 2003

“The Role of Private Equity Group Reputation in LBO Financing”, C. Demiroglu, C. James, 2010

“Principi contabili internazionali – Memento pratico”, Francis, Lefebvre, Giuffrè, 2022

“LBO e fusione inversa”, Amministrazione & Finanza” n.2/2024, IPSOA, Wolters Kluwer, M Orlandi

“Economia e Gestione Sostenibile delle Imprese”, M. Caroli, Mc Graw Hill, 2021

“Valuation for mergers, buyouts and restructuring”, Enrique R. Arzac, Wiley, 2005

“Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio”, A. Gervasoni, Fabio L. Sattin, Guerini Next, 2015

“Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds”, U. Axelson, P. Strömberg, Michael S. Weisbach, The journal of finance, 2009

“The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking”, V. Ivashina, A. Kovner, The review of Financial Studies, 2011

“Leveraged buy-out e processi di successione nelle imprese familiari”, T. Pencarelli, Economia & Management, 1993

“Finanza Aziendale”, J.F. Weston, E. F. Brigham, il Mulino, 1974

“Manuale del Management Buy Out”, A. Gervasoni, Bancaria Editrice, 2008

“Leveraged Buyouts and Private Equity”, Steven N. Kaplan and P. Stromberg, 2009

“Le società, Diritto commerciale”, G. Cottino, Padova, Cedam, 1999

“L'operazione di Leveraged buy-out: una discussa opportunità di ristrutturazione aziendale”, P. Scotto di Santolo, in Innovazione e diritto (università federico II di Napoli), 2010

“The effects of leveraged buy outs on productivity and related aspects of firm behavior”, Steven N. Kaplan, Journal of financial economics, 1990

“Structured Finance - Techniques, Products and Market”, S. Caselli, S. Gatti, Springer, 2005

“Il Leveraged Buyout in Italia: controversie e casi aziendali”, S. Zambelli, Aracne, 2005

“Valuing a Leveraged Buyout: Expansion of the Adjusted Present Value by means of Real Options Analysis”, F. Baldi, The Journal of Private equity, 2005

“Il leveraged buy-out nella riforma societaria”, V. Salafia, Rivista Società, 2004

Sitografia

Treccani - https://www.treccani.it/enciclopedia/leveraged-buyout_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/leveraged-buy-out.html>

Consob - <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>

Treccani - [https://www.treccani.it/enciclopedia/roi_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/#](https://www.treccani.it/enciclopedia/roi_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/#)

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

Luiss Slides - <http://docenti.luiss.it/protected-uploads/822/2016/10/20161019110844-Lecture-8-Leveraged-buyout.pdf>

Investor.Gov - <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/going-private>

M&C Partners - <https://mecpartners.it/en/historical-trends-in-lbos/>

Liberty Street Economics - <https://libtystreeteconomics.newyorkfed.org/2013/08/us-leveraged-buyouts-the-importance-of-financial-visibility/>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/obbligazione-spazzatura.html#:~:text=Le%20obbligazioni%20spazzatura%2C%20denominate%20anche,incorporano%20un%20elevato%20rendimento%20atteso>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/cartolarizzazione.html>

S&P Global Market Intelligence -

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/as-lbos-surged-in-q4-20-us-purchase-price-multiples-hit-new-heights-62227223>

Unindustria Reggio Emilia - https://www.unindustriareggioemilia.it/dettaglio-notizia-unindustria/-/asset_publisher/RvsvqcGKpGIO/content/id/525598

NYU Journal of Law & Business - <https://www.nyujlb.org/single-post/2020/01/18/evolving-of-leveraged-buyouts-a-new-era-or-back-to-square-one>

Federal Reserve Bank of St, Louis - <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>

FT - <https://www.ft.com/content/0758d47f-ed50-47b5-bea1-20946271bc6a>

Investopedia - <https://www.investopedia.com/terms/s/syndicatedloan.asp>

Financial Edge - <https://www.fe.training/free-resources/project-finance/club-deals/>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/obbligazione-convertibile.html>

Fonte S&P Global - <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/leveraged-loan-news/secondary-buyouts-dominate-lbo-activity-leveraged-loan-mart>

Corporate Finance Institute -

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/turnaround-recovery-strategies/>

Nasdaq - <https://www.nasdaq.com/glossary/r/revolver>

theHedgeFundJournal - <https://thehedgefundjournal.com/second-lien-lending/>

Monash Business school - <https://www.monash.edu/business/marketing/marketing-dictionary/b/boston-consulting-group-portfolio-analysis-matrix>

Treccani - [https://www.treccani.it/enciclopedia/libor_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/libor_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

JP Morgan Chase - <https://www.chase.com/personal/mortgage/education/financing-a-home/what-is-a-bridge-loan>

Corporate Finance Institute -

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/cyclical-industry/>

Borsa Italiana - <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

Lazard - <https://www.lazard.com/media/zwdftub/lazard-interim-2023-secondary-market-report.pdf>

Breakingintowallstreet - <https://breakingintowallstreet.com/kb/leveraged-buyouts-and-lbo-models/dividend-recap/>

Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Roma -

https://www.odcec.roma.it/images/file/ODCEC_Commissioni/AreaAziendale/diritto_impresa/diritto_impresa_contnuita_aziendale.pdf

24ore Business School - <https://www.24orebs.com/news/cos-e-cosa-fa-un-fondo-di-private-equity-2023-05-23>

S&Pglobal - <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/global-private-equity-deal-activity-plunges-in-2023-80032940>

McKinsey -

<https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20private%20markets%20annual%20review/2020/mckinsey-global-private-markets-review-2020-v4.pdf>

Euribor Rates - <https://www.euribor-rates.eu/it/tasso-interesse-bce/>

McKinsey - <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>

Pitchbook - <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2023-global-fund-performance-report-with-preliminary-q4-2023-data>