



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra

di

Finanza Aziendale

***Leveraged Buyouts: Teoria, Prassi ed il
Caso Blackstone – Hilton Hotels***

Gianluca Mattarocci

RELATORE

Pietro Girotto 286901

CANDIDATO

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

Prefazione	4
-------------------------	---

1. Il processo di *leveraged buyout*

1.1. Introduzione	5
1.2. Classificazione dei diversi tipi di <i>LBO</i>	7
1.3. Vantaggi derivanti da un'operazione ad alta leva finanziaria.....	9
1.4. Caratteristiche ottimali dell'azienda <i>target</i>	12
1.5. I soggetti coinvolti nell'operazione.....	17
1.6. Creazione di valore nei <i>LBO</i>	25
1.7. Distruzione di valore nei <i>LBO</i>	27
1.8. Conclusioni.....	28

2. La struttura finanziaria dell'operazione

2.1. Introduzione.....	30
2.2. Struttura tipo di un <i>LBO</i>	30
2.3. Linee di credito.....	35
2.4. Il ruolo degli strumenti di <i>equity</i> per l'acquisizione.....	46
2.5. Conclusioni.....	52

3. Performance post – acquisizione e strategie di *exit*

3.1. Introduzione.....	53
3.2. Tasso interno di rendimento.....	58
3.3. Strategie di <i>exit</i>	58

3.3.1. Vendita del <i>business</i>	59
3.3.2. <i>IPO</i>	61
3.3.3. Ricapitalizzazione con dividendo.....	64
3.4. Conclusioni.....	67
4. Il caso <i>Blackstone – Hilton Hotels</i>	
4.1. Introduzione.....	69
4.2. La privatizzazione.....	71
4.3. <i> Holding period</i>	74
4.4. La creazione di valore dell'operazione.....	77
4.5. Conclusioni.....	88
Conclusioni	89

Prefazione

A partire dagli anni '80, il consolidamento delle imprese americane e la loro incessante ricerca della massima efficienza operativa hanno favorito lo sviluppo di fondi specializzati nell'acquisto di partecipazioni in società non quotate con l'obiettivo di aumentarne il valore e, successivamente, rivenderne le quote. Questi operatori possono essere ricondotti alla branca della finanza denominata *private equity*, rinomata per la sua esclusività, profittabilità e per la grande complessità delle operazioni portate a termine. Al fine di ottenere il controllo di una società, il *leveraged buyout* risulta la tecnica più utilizzata da questo tipo *asset manager*: l'ampio utilizzo del debito utilizzato per finanziare il prezzo di acquisto è in grado di diminuire l'apporto iniziale di *equity* da parte del fondo aumentando il rendimento sul capitale investito, ma allo stesso tempo può amplificare notevolmente il rischio potenziale di insolvenza. Nel presente elaborato verranno analizzate nel dettaglio le numerose peculiarità che caratterizzano questo tipo di transazione, partendo dalla struttura societaria utilizzata per completarla, passando per le caratteristiche che la rendono appetibile e quelle che la rendono, allo stesso tempo, potenzialmente dannosa per l'azienda soggetta a *buyout*. Verranno poi analizzati i numerosi strumenti di debito ed *equity* che rendono questo tipo di acquisizione uno dei più complessi esercizi di ingegneria finanziaria. Un fondo di *private equity*, giuridicamente un organismo di investimento collettivo, raccoglie capitali da investitori qualificati per poi restituire loro un rendimento annuo: verrà quindi esposta la metodologia con cui quest'ultimo viene calcolato, insieme ad alcuni limiti intrinseci che essa comporta, per i quali verranno proposte delle soluzioni. Verranno poi analizzate le tre modalità (*secondary sale*, *IPO* o *dividend recap*) con cui la liquidazione dell'investimento può avere effetto. L'ultima parte dell'elaborato si concentra su una delle transazioni più emblematiche del panorama finanziario degli ultimi vent'anni: il *leveraged buyout* promosso da *Blackstone*, allora decima società di *private equity* per *asset* in gestione, e *Hilton Hotels*, rinomata catena alberghiera che, malgrado la crisi finanziaria globale, è riuscita a risollevarsi grazie ad uno stravolgimento dell'intera organizzazione dovuto all'intensa disciplina imposta dal grande volume di debito, divenendo la seconda catena di *hotels* al mondo per numero di stanze.

1. IL PROCESSO DI *LEVERAGED BUYOUT*

1.1. Introduzione

Nel mondo della finanza straordinaria, il termine *Leveraged Buyout* o *LBO* si riferisce alla pratica dell'acquisizione di un'azienda, divisione o *assets* (cd. *target*), da parte di un operatore (cd. *sponsor*, generalmente una società di *Private Equity*), effettuata utilizzando il debito per finanziare la maggior parte del prezzo di acquisto, riducendo così la contribuzione di *equity* da parte dello *sponsor* stesso. L'obiettivo ultimo dello *sponsor* è realizzare dei ritorni accettabili tramite una vendita, un'IPO o, meno comunemente, una ricapitalizzazione con dividendo¹. Solitamente, la società acquirente costituisce appositamente per l'operazione uno *special purpose vehicle* (SPV) o *HoldCo*, che raccoglie il capitale proprio ed i finanziamenti necessari presentando come garanzia le attività del *target* e/o le sue azioni; in questo modo, la società di nuova costituzione potrà procedere all'acquisto delle azioni della società "bersaglio", per poi procedere ad una fusione per incorporazione con quest'ultima, andando a creare la cd. *MergeCo*. Il rimborso del debito contratto per l'acquisizione è garantito dai flussi di cassa futuri del *target*, o, meno comunemente, dalla vendita di suoi rami d'azienda. In un *LBO* "tradizionale" il debito costituisce tipicamente il 60% - 70%² del valore dell'intera operazione, con la restante parte da attribuirsi al capitale di rischio messo a disposizione dallo *sponsor*: per questo motivo, l'abilità di poter usare a proprio vantaggio la notevole leva finanziaria che caratterizza questo tipo di acquisizione risulta un elemento fondamentale per la buona riuscita dell'investimento, considerando anche che, come verrà analizzato nei capitoli seguenti, l'uso del *leverage* fornisce un notevole beneficio fiscale dovuto alla deducibilità degli interessi maturati sul debito. Gli *sponsor* dell'operazione, quindi, puntano principalmente a realizzare un *capital gain* attraverso la successiva cessione della partecipazione nell'azienda acquisita, solitamente

¹ Le modalità di disinvestimento (cd. *exit*) verranno analizzate nel capitolo 3

² Come verrà approfondito, negli ultimi anni si è verificata una riduzione di questo dato dovuta a maggiori restrizioni riguardo l'erogazione di finanziamenti destinati ai *leveraged buyouts*.

dopo un periodo di 3-5 anni. Durante questo arco di tempo, l'impresa target viene sottoposta ad un processo di intensa ristrutturazione, volto a migliorarne l'efficienza e a razionalizzarne le risorse. Vista l'elevata rischiosità insita in queste operazioni, è fondamentale una gestione rigorosa e attenta delle attività aziendali post-acquisizione. Aziende con flussi di cassa prevedibili, stabili, e con una forte *asset base* generalmente rappresentano dei candidati ideali per un *LBO*: la stabilità del *cashflow* risulta fondamentale per il servizio periodico del debito, mentre una *asset base* di qualità e di grandi dimensioni rendono generalmente le istituzioni creditizie maggiormente propense ad erogare volumi maggiori di debito bancario³, poiché esso risulterà garantito da un maggior quantitativo di collaterale. Il debito utilizzato in un *LBO* viene raccolto tramite l'emissione stratificata di diversi tipi di prestiti, titoli e altri strumenti finanziari classificati in base alla loro *seniority*, ossia alla priorità di rimborso in caso di insolvenza, ed alla loro natura all'interno della struttura finanziaria. Risulta quindi di vitale importanza la valutazione attenta delle condizioni prevalenti nel mercato del credito al momento dell'operazione, poiché esse determinano inevitabilmente il livello di leva finanziaria, il costo degli interessi e della quota capitale, insieme ai *covenant* principali.

Il successo di un *Leveraged Buyout* risiede quindi nella capacità dello *sponsor* di ottenere i finanziamenti appropriati per l'acquisizione del *target*: le banche d'investimento giocano un ruolo fondamentale in questo aspetto, principalmente come consulenti, ma anche come *arrangers* e sottoscrittori del debito utilizzato per finanziare la somma necessaria per l'acquisto. Esse sono tra le istituzioni più a stretto contatto con le società di *private equity* e con gli amministratori delegati delle aziende, e generalmente competono tra loro per l'ottenimento del cd. *commitment paper*, accordo giuridicamente vincolante che conferisce il finanziamento da parte della banca in cambio di varie commissioni e previo rispetto di determinati *covenants*, ossia condizioni o restrizioni che il debitore accetta di rispettare nei confronti dei creditori. Oltre alle *investment banks*, numerosi soggetti con molteplici ruoli contribuiscono alla buona riuscita dell'operazione tramite la sottoscrizione delle varie *tranche* del debito e, in alcuni casi, di equity.

³ In un *LBO* il debito bancario risulta la forma di finanziamento meno onerosa: gli *sponsor* risultano fortemente incentivati a massimizzare l'importo del debito bancario erogato a loro favore rispetto al totale del capitale necessario.

1.2. Classificazione dei diversi tipi di LBO

La pratica degli *LBO*, sebbene apparentemente standardizzata, risulta invece estremamente ricca di sfumature, sia per quanto riguarda le modalità di esecuzione, sia per gli attori che ne prendono parte. Dietro il generico significato del termine *leveraged buyout* si celano infatti alcune varianti dell'operazione che, negli ultimi 70 anni, hanno modellato lo scenario *corporate* mondiale. In particolare:

- ◆ *Management buyout*: è un particolare tipo di *LBO* in cui i manager del *target* prendono parte all'acquisizione, individualmente o insieme ad un altro *sponsor*⁴. Questo tipo di operazione risulta una pratica comune all'interno dell'universo dei *takeover* ad alta leva finanziaria. Nell'universo delle PMI, il proprietario potrebbe decidere di andare in pensione, scegliendo di vendere la sua attività ai manager che vi hanno lavorato, attribuendo loro non solo il controllo, ma l'effettiva proprietà dell'azienda: questo tipo di *MBO*, se eseguito correttamente, risulta quindi una soluzione ottimale per tutti gli stakeholder coinvolti, poiché rappresenta un effettivo allineamento degli interessi tra proprietari e gestori, che di fatto saranno le stesse persone. Alternativamente, nel caso di società quotate, un *MBO* può essere promosso da uno o più manager coadiuvati da una *private equity firm*, normalmente con l'obiettivo di assumere il controllo tramite *delisting* da una borsa regolamentata: in questo caso sarà necessario raggiungere un numero di titoli sufficiente a garantire l'uscita dal listino⁵. In alcuni casi un *MBO* può anche essere promosso nel caso in cui l'azienda si trovi in una situazione di dissesto finanziario: i manager avranno quindi il ruolo di efficientare nuovamente il *business*, rinegoziando i termini con i creditori: tale rinegoziazione è possibile anche senza il ricorso ad un *MBO*, ma solo nel caso in cui i creditori risultino pochi e con interessi omogenei; se l'azienda invece dovesse presentare un numero elevato di creditori, potrebbe risultare vantaggioso

⁴ Larreur, A. (2021). *Structured Finance: Leveraged Buyouts, Project Finance, Asset Finance, and Securitization*. 2nd edition. London: Palgrave Macmillan.

⁵ Mentre negli U.S.A. i *corporate takeover* non risultano particolarmente problematici, in molte legislazioni è prevista la clausola della cd. *mandatory offer*, per la quale un'acquirente di un numero di azioni superiore alla soglia legale (in Italia fissata al 30%) dovrà lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto. Lo scopo di tale norma riguarda principalmente la tutela degli azionisti di minoranza e la difesa dell'intera compagine azionaria da trasferimenti di controllo inefficienti.

per i *manager* prendere il controllo dell'attività. Risulta evidente come un *MBO* presenti, a livello teorico, un potenziale conflitto d'interessi insieme ad un problema di *agency* tra gli azionisti ed il *management*: i soggetti incaricati della gestione dell'impresa, infatti, potrebbero causare volontariamente delle perdite, andando ad impattare negativamente sulla valutazione dell'impresa, per poi acquistarla a sconto. Per evitare tali comportamenti opportunistici, i legislatori di tutto il mondo hanno previsto numerose norme di diritto societario, *corporate law* e *common law*, sul tema del *self dealing*, del conflitto d'interessi, e dei doveri fiduciari in capo agli amministratori⁶. Specialmente nel mondo anglosassone, questi ultimi risultano fortemente sotto pressione nel periodo di negoziazione con i potenziali acquirenti, poiché risulteranno soggetti all'obbligo fiduciario di massimizzare il prezzo di vendita del *business*, al fine di massimizzare il benessere degli azionisti.

- ◆ *Management buy-in*: risulta di simile esecuzione al *MBO*. La differenza principale rispetto a quest'ultimo riguarda la natura del *management* acquirente, che in questo caso è esterno alla compagine del *target*. I *MBI* rappresentano una valida soluzione nel caso in cui il proprietario di una piccola/media impresa non riesca a identificare un acquirente all'interno della realtà aziendale, o, in alternativa, nel momento in cui la società si trovi in una situazione di dissesto finanziario che può essere eliminata tramite una sostituzione degli amministratori; come il *MBO*, il *MBI* può essere promosso da un singolo *manager*, da un gruppo di questi, o da diversi individui coadiuvati da una società di *PE*. Lo svantaggio principale di questo tipo di acquisizione riguarda visibilmente la provenienza esterna del nuovo direttivo che dovrà prendere il controllo dell'azienda: inevitabilmente, la conoscenza da *insider* maturata dagli amministratori precedenti non potrà essere facilmente trasferita e sarà necessario investire ingenti risorse e tempo al fine di colmare questa asimmetria informativa, la quale viene parzialmente mitigata dai numerosi documenti redatti per gli obblighi di *disclosure*.
- ◆ *Buy-in Management Buyout*: risulta sostanzialmente un compromesso tra i due concetti precedenti: è un *LBO* a cui partecipano sia *manager* interni che *manager* esterni alla *target*

⁶ La *Delaware General Corporation Law U.S.A.* stabilisce che il *manager* può essere ritenuto responsabile civilmente per *breach of fiduciary duty* (violazione dei doveri fiduciari), *disgorgement* (costretto alla restituzione dei profitti illeciti) o sottoposto ad un *derivative suit* (azione legale da parte degli azionisti).

company. Questo tipo di acquisizione crea valore solo nel momento in cui i *manager* esterni possano portare delle competenze nuove necessarie per lo sviluppo successivo dell'azienda, che però risultano complementari a quelle dei *manager* interni. Per la buona riuscita dell'operazione risulta di fondamentale importanza un accordo ed una necessaria condivisione di filosofia circa la gestione della società in seguito all'acquisizione, poiché, in mancanza di questi elementi, si potrebbero creare forti inefficienze e schieramenti dei lavoratori a favore di una parte rispetto all'altra.

1.3. Vantaggi derivanti da un'operazione ad alta leva finanziaria

I *leveraged buyouts*, contrariamente a quanto si potrebbe pensare, non rappresentano semplici strutture finanziarie. Essi sono transazioni che implicano altissimi livelli di ottimizzazione fiscale che può solo beneficiare il *target* se la strategia implementata dai nuovi proprietari ha successo. Il termine *leveraged* nel nome stesso di questo tipo di transazione fa riferimento, oltre che alla leva finanziaria, anche alla leva fiscale e manageriale.

Leva finanziaria

La leva finanziaria, nel caso di un *LBO*, è definita come l'utilizzo di debito per finanziare l'acquisizione della società *target*. Essa è spesso misurata in termini di rapporti di indebitamento come *Debt/EBITDA* o multipli dell'*EBITDA* generato dal *target*. Il debito fornisce molta più efficacia agli *sponsor* e permette loro di minimizzare il loro apporto di *equity*, massimizzando il *ROE* (*return on equity*), moltiplicando i rendimenti quando le condizioni sono favorevoli, ma distruggendo velocemente, in caso di malagestione o condizioni avverse, anche le società più grandi ed affermate. Gli *sponsors*, infatti, non devono conferire eccessive quantità di capitale, ma sono esposti al rischio che la società non generi risultati sufficienti a ripagare il debito. Quest'ultimo viene emesso al livello della *HoldCo* (il veicolo societario utilizzato per l'acquisizione) e viene rimborsato dai flussi di cassa della

società bersaglio attraverso dividendi *upstream* erogati dal *target* in favore dello SPV utilizzato per il *takeover*.

Leva fiscale

Questo secondo tipo di *leverage* deriva dalla struttura societaria che si crea in seguito all'acquisizione: una volta terminata, infatti, la somma delle tasse pagate dalla *HoldCo* e la *target company* congiuntamente è minore delle imposte versate da quest'ultima prima del *buyout*. La leva fiscale è ottenuta grazie alla deducibilità degli interessi passivi sul debito contratto, poiché essi ridurranno il reddito imponibile del gruppo *post-acquisizione* generando un risparmio d'imposta in gergo definito come "scudo fiscale", il cui valore annuo viene generalmente calcolato come *interessi passivi x aliquota fiscale*. Considerando l'aliquota federale in vigore negli U.S.A., pari al 21%, ogni \$1 di interessi passivi genererà circa \$0,21 di risparmio fiscale.

Nel periodo *post-LBO* la *NewCo* viene normalmente fusa con il *target*, oppure queste due formeranno un nuovo gruppo fiscale consolidato, permettendo di compensare gli utili della società acquisita con gli interessi passivi in capo alla *holding* acquirente. Un consolidato fiscale, negli U.S.A. prevede che i redditi e le spese delle varie entità siano sommati e tassati come un unico contribuente: il risultato è una minimizzazione delle imposte consolidate, che porterà ad un beneficio notevole nei primi anni successivi al *buyout*; l'effetto leva risulta comunque di natura temporanea e con andamento decrescente, poiché con il rimborso costante e graduale del debito contratto il reddito imponibile tornerà a crescere (considerando, ovviamente, gli altri fattori costanti).

Da un punto di vista della valutazione d'azienda, in fase di *due diligence*, le società di *private equity* utilizzano spesso l'approccio del Valore Attuale Rettificato (APV), il quale somma al valore dell'azienda *unlevered* il valore attuale dello scudo fiscale atteso. Alcuni studi

empirici⁷ hanno dimostrato come, in un *LBO*, l'*expected tax shield* rappresenti circa, in media, il 20% del valore dell'impresa in fase di acquisizione.

Un altro elemento fondamentale della normativa fiscale U.S.A. che impatta notevolmente sul settore delle operazioni ad alta leva finanziaria è rappresentato dalla disciplina riguardante la tassazione dei dividendi infragruppo: al fine di evitare casi di multipla imposizione degli utili societari, l'*Internal Revenue Service* ha previsto che i dividendi tra società appartenenti allo stesso gruppo fiscale (con controllo comune uguale o superiore all'80%) siano totalmente esclusi dal reddito imponibile⁸, consentendo di distribuire liquidità dall'impresa produttiva alla *holding* senza provocare imposizioni "a cascata".

Leva manageriale

La leva manageriale si affianca a quella finanziaria e fiscale come terzo pilastro della creazione di valore negli *LBO*, i quali non si fermano ad essere pure operazioni finanziarie ma vere e proprie trasformazioni aziendali che portano con sé culture organizzative differenti e nuovi stili di *leadership*. La *managerial leverage* agisce tramite diversi meccanismi con l'obiettivo ultimo di incrementare l'*EV (Enterprise Value)* della società acquisita.

Per prima cosa, gli operatori di *private equity* necessitano di rassicurazioni riguardo alle capacità dei *manager* di poter sopportare il periodo di transizione *post-buyout*. Generalmente gli amministratori futuri vengono remunerati tramite quote azionarie o *stock options* dell'impresa che dovranno gestire al fine di creare un allineamento tra i loro interessi e quelli degli altri investitori: un *manager-azionista* lavorerà più intensamente e prenderà decisioni più orientate alla crescita di valore, rispetto a un dirigente che rimane semplicemente un dipendente stipendiato. Nel caso in cui, invece, i *partners* del fondo acquirente non siano soddisfatti degli amministratori, essi potranno decidere di sostituire i vertici aziendali inserendo figure manageriali chiave *post-buyout* con le modalità elencate nel paragrafo 1.2.

⁷ Jenkinson, T. and Stucke, R. (2011) 'Who benefits from leverage in LBOs?', *Review of Financial Studies*, 24

⁸ PwC Tax Summaries (2025). Corporate Income Valuation. <https://taxsummaries.pwc.com/united-states/corporate/income-determination>

In seguito all'acquisizione, la leva manageriale si manifesta tramite l'esecuzione del piano strategico programmato: i nuovi proprietari instaureranno generalmente una cultura di rigorosa misurazione della *performance* di *EBITDA*, margini e generazione di flussi di cassa. Secondo uno studio di McKinsey⁹, in periodi caratterizzati da alto costo del debito e grande concorrenza, il fattore umano, come l'abilità del management di generare crescita organica e di ottimizzare l'azienda, risultano fondamentali per garantire rendimenti adeguati ai fondi, mentre il solo effetto leva finanziaria assume un'importanza secondaria.

1.4. Caratteristiche ottimali dell'azienda *target*

Un *LBO* inizia sempre con la ricerca di un *target*. Questo processo è normalmente affidato alle divisioni di *Mergers & Acquisitions* delle maggiori banche d'affari, il cui ruolo sarà quello di essere il collegamento costante tra i potenziali acquirenti ed i potenziali venditori, aiutando questi ultimi ad ottenere una valutazione che incorpori un premio appetibile, e presentando, dall'altra parte, queste opportunità a *buyer* attivi nel network della banca nella speranza di attrarre interesse. I potenziali acquirenti, nel momento in cui manifestino il proprio interesse, avranno ognuno diversi requisiti dettati dalle loro *policy* d'investimento; mentre gli acquirenti individuali tendono a prediligere *target* attivi in settori che conoscono approfonditamente, le *LBO firms* seguono precisi criteri per i loro portafogli, che sono principalmente:

- *Dimensioni*: normalmente definita in base a parametri come *turnover* (ricavi/attivo) o *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*).
- *Settore*: alcuni investitori si concentrano, e si specializzano, in settori specifici come *retail*, *entertainment*, *healthcare*, *renewables*, ecc.: per questo motivo nel mercato dell'*investment banking* esistono alcune banche dotate di team settoriali specializzati o addirittura *advisory boutiques* mono-settoriali.

⁹ McKinsey&Company (2023). CEO Alpha: a new approach to generating private equity outperformance. New York: McKinsey & Company

- *Geografia*: in base alle loro dimensioni, gli *sponsor* sono attivi su interi continenti, su un piccolo gruppo di Stati, su una singola nazione o addirittura su una specifica regione.

Anche se questi buyers presentano criteri di investimento differenti, è possibile delineare un tipo di *target* ideale in termini generali. Data la natura di queste transazioni, gli acquirenti sono sempre alla ricerca di un'un'azienda che sia in grado di generare flussi di cassa stabili nel tempo (per ripagare il debito) e che offra opportunità di crescita (per aumentarne il valore). Oltre a questi due requisiti di base, verranno analizzati alcuni elementi aggiuntivi che, a livello teorico, contribuiscono alla formazione di un *deal* ideale: (1) la stabilità dei flussi di cassa, (2) la possibilità di migliorare i processi operativi giornalieri, (3) le opportunità di espansione e crescita, (4) l'affidabilità del management attuale, (5) i requisiti di *capital expenditures*, di (6) capitale circolante, e la (7) qualità degli *assets* in bilancio.

***Cashflows* stabili e ricorrenti**

Vista la notevole leva finanziaria insita in un LBO, una società "bersaglio" ideale dovrebbe avere la capacità di generare grandi quantità di flussi di cassa, andando a rassicurare i finanziatori riguardo la capacità di pagamento dei debiti in capo alla *HoldCo*. A parità di altri fattori, questo permette agli acquirenti di assicurare, inoltre, un ammontare maggiore di capitale di debito rispetto al totale della struttura finanziaria e, di conseguenza, accrescere il rendimento dell'*equity*. Le *LBO firms* nutrono un forte interesse per aziende in possesso di quattro requisiti in particolare: dovranno essere realtà imprenditoriali già affermate, operanti in mercati maturi, idealmente in un segmento di nicchia con competizione limitata e con domanda di prodotti/servizi stabile.

Efficientamento dei processi operativi

Gli operatori nel mondo del *private equity* fanno spesso riferimento al termine “*sleeping beauty*” per definire la società ideale da acquisire. Sebbene il termine risulti poco formale, esso risulta estremamente efficace per comprendere che la base di ogni LBO è una società che possa mettere in atto notevoli miglioramenti operativi, che per qualche motivo sono stati trascurati dal *management* esistente. In altre parole, dovrebbe essere possibile, per un nuovo acquirente, incrementare i profitti della società concentrandosi fortemente sull’efficientamento dei processi operativi, per esempio focalizzandosi sulla *supply chain*, sulla razionalizzazione dei costi, sul miglior sfruttamento e/o miglioramento degli impianti produttivi, insieme a qualsiasi miglioria utile a ridurre ogni tipo di spreco.

Opportunità di crescita

Insieme all’aspetto della profittabilità, identificare le potenziali modalità con cui accrescere il valore aziendale risulta l’attività *core* di ogni operatore del settore, che dovrà cercare di guadagnarsi la fiducia di tutti gli *stakeholder* rilanciando il *business*, e non meramente “cannibalizzarlo” tramite riduzioni drastiche di costi. Questo potrà essere ottenuto tramite una crescita organica, o tramite *M&A* (fusioni e acquisizioni). La crescita organica potrà essere realizzata tramite diverse modalità, come l’introduzione di nuovi prodotti, il miglioramento di quelli esistenti, nuove strategie di *marketing*, o il *targeting* di nuove categorie di clienti. L’alternativa alla creazione di valore tramite crescita interna di tipo organico è rappresentata dalla crescita esterna tramite fusioni ed acquisizioni, in gergo denominata *build-up*: essa risulta particolarmente attraente visto l’orizzonte temporale medio limitato dei fondi di *private equity*, poiché permetterà una crescita rapida ed esponenziale delle attività della società *target*. Se le sinergie verranno identificate ed implementate correttamente, esse risulteranno un catalizzatore fondamentale per incrementare il valore aziendale.

Affidabilità del management

Un direttivo aziendale valido contribuisce ad aumentare l'attrattività, e, di conseguenza, il valore di un candidato per un *LBO*. Vista l'alta pressione gravante sulla struttura finanziaria dell'impresa, gli *sponsor* apprezzeranno qualsiasi esperienza pregressa dei *manager* in ambito di operazioni straordinarie come precedenti *LBO*, ma anche acquisizioni di successo o ristrutturazioni. Gli operatori di *private equity*, infatti mirano a mantenere il *management* preacquisizione, garantendogli pacchetti azionari aggiuntivi o, in alcuni casi, esortandolo a investire nella nuova impresa¹⁰. La struttura di *governance* aziendale, tuttavia, richiede l'approvazione di un altro tipo di *stakeholder* fondamentale: i finanziatori della società oggetto di *buyout*, i quali generalmente ricevono un pegno sulle azioni e sugli *asset* dell'azienda in cambio del finanziamento. Questi hanno forti incentivi a monitorare attentamente le azioni del *management* e a garantire che la società sia in grado di rispettare le condizioni imposte ed i vincoli contrattuali. I *covenants* ed i requisiti di rimborso del debito associati al finanziamento rappresentano chiari parametri di riferimento per la flessibilità operativa della società di *buyout* e spesso limitano l'azione del *management* riguardo particolari scelte operative e strategiche.

Bassi requisiti di CAPEX

Questo termine si riferisce alle spese in conto capitale (*capital expenditures*) sostenute per la realizzazione di investimenti in attività immobilizzate di natura operativa; a parità di altri fattori, una bassa necessità di questo tipo di uscita contribuisce a migliorare le capacità di generazione di cassa dell'azienda. Durante il processo di *due diligence*, lo *sponsor* e i suoi consulenti si concentreranno sul differenziare quelle spese ritenute necessarie per la continuità produttiva (cd. *CAPEX* di mantenimento) da quelle discrezionali (cd. *growth CAPEX*). Il primo tipo riguarda il capitale necessario per sostenere attività esistenti come immobili, impianti e macchinari ai livelli di *output* correnti. Il *growth CAPEX* viene

¹⁰ In questo caso si parla di *rollover equity*: coloro che detenevano partecipazioni azionarie prima dell'acquisizione possono decidere di monetizzare parzialmente dalla vendita, andando a re investire parte dei proventi nella nuova impresa. In tanti *deal* il livello richiesto dalle società di *PE* è del 20% di *rollover equity*. Questo significa che i proprietari dell'azienda monetizzeranno l'80% della loro partecipazione e re investiranno la restante percentuale nella nuova società costituita, continuando a partecipare, sebbene parzialmente, al capitale della società.

principalmente utilizzato per acquistare nuovi *asset* o per espandere le attività in bilancio attuali. Per questo motivo esso potrà essere ridotto o addirittura azzerato nel caso in cui le condizioni economiche o la *performance* operativa declinino.

Bassi requisiti di capitale circolante

Con capitale circolante si fa riferimento alla differenza tra attività correnti e passività correnti ($CC = \text{Crediti} + \text{Inventario} - \text{Debiti}$) nello stato patrimoniale. Esso rappresenta l'ammontare di cassa necessario per finanziare quotidianamente le attività aziendali. Idealmente il *target* di un *LBO* dovrebbe essere caratterizzato da basse necessità di finanziamento del circolante, poiché maggiore sarà l'ammontare di quest'ultimo, maggiore sarà il fabbisogno finanziario per supportare il ciclo operativo. Esistono due modalità per finanziare il capitale circolante: assicurandosi liquidità a lungo termine tramite debito o *equity*, o servendosi di scoperto bancario e/o linee di credito a breve termine. Indipendentemente da quale sia la scelta, le banche non sono tipicamente disposte a finanziare *leveraged buyouts* di aziende con alti requisiti di capitale circolante per il forte impatto negativo sul rapporto di indebitamento, il quale metterà ulteriormente sotto pressione il *target*. In alcuni casi, tuttavia, si riscontra la presenza di *business* caratterizzati da *working capital* negativo. Questo significa che il ciclo di *business* non ha necessità di finanziamento, bensì genera cassa: è il caso, per esempio, di grandi catene di ristoranti o supermercati, i quali generalmente beneficiano di dilazioni con i fornitori a 30 giorni (in molti casi anche 60), mentre i clienti normalmente pagano istantaneamente per i servizi. Inoltre, la maggioranza dei prodotti venduti è fresca, quindi l'inventario risulta limitato. Questi elementi concorrono a creare grandi *surplus* di cassa nel breve termine, rendendo il mercato della ristorazione e della grande distribuzione settori fortemente appetibili per le *LBO firms*. Diverso risulta il caso in cui alti livelli di capitale circolante, e quindi grande fabbisogno di breve termine, siano dovuti alle scarse abilità di gestione operativa da parte del *management* attuale: in questo caso l'azienda sarà predisposta ad un potenziale efficientamento da cui poter estrarre valore, rendendola un candidato plausibile per un'acquisizione.

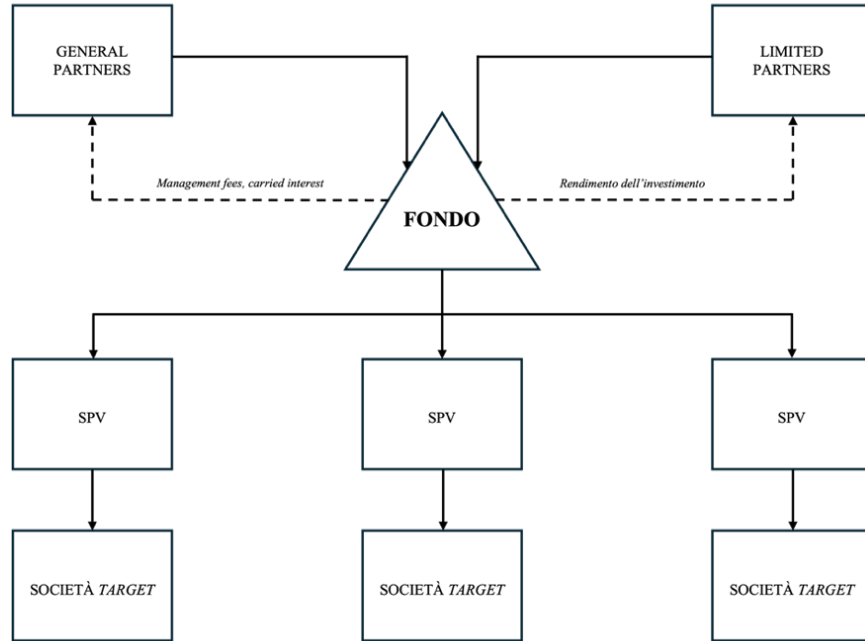
Attività in bilancio di qualità

Questa caratteristica risulta vitale per assicurare i finanziatori dell'operazione, poiché un'alta qualità dell'*asset base* fornita come collaterale aumenta le probabilità di recupero del nozionale in caso di fallimento e liquidazione dell'azienda, incrementando quindi la propensione a fornire capitale di debito al *target*. La qualità delle attività di quest'ultimo diviene particolarmente importante nell'ambito del mercato dei *leveraged loans* (prestiti a soggetti fortemente indebitati), dove il valore degli *assets* stabilisce il livello di debito bancario disponibile. Dal punto di vista strategico, inoltre, una forte *asset base* tende a segnalare la presenza di barriera all'entrata significative a causa dell'ingente investimento necessario, agendo da deterrente contro i nuovi entranti nei mercati in cui opera il *target*. Allo stesso tempo, una società con una quantità bassa di attività in bilancio potrà comunque risultare attraente per un *LBO firm*, fatta salva la necessità di generare flussi di cassa sufficienti.

1.5. I soggetti coinvolti nell'operazione

Sponsors

Ogni *LBO firm* segue una strategia d'investimento predefinita. Le acquisizioni non sono tuttavia eseguite direttamente dalla società, bensì tramite un fondo creato con il solo compito di incorporare le aziende acquisite. Spesso gli operatori di *private equity* sono impropriamente definiti "fondi", anche se in realtà essi rappresentano giuridicamente delle *management companies* che raccolgono finanziamenti da investitori istituzionali o privati (fondi pensione, *family office*, fondi sovrani, compagnie di assicurazione, università, fondi comuni, ecc.) tramite un'entità separata (uno SPV, *special purpose vehicle*) per procedere



Struttura tipo di un LBO fund. Fonte: Rielaborazione da J. Rosenbaum, J. Pearl, *Investment Banking*

con le acquisizioni. Generalmente, la società di *PE* risulta il *general partner* del fondo, mentre gli investitori contribuenti sono denominati *limited partners*: questi impiegano passivamente le loro risorse con la speranza di trarne dei profitti. I *GP* normalmente partecipano con una modesta contribuzione al fondo. I loro compiti generalmente includono:

- Scegliere la strategia per il fondo (in termini di tipo di società ricercate, dimensioni, geografia), la sua durata (il numero di anni durante i quali rimane attivo) e le sue dimensioni (l'ammontare che lo *sponsor* decide di raccogliere: \$100 milioni, \$500 milioni, \$1 miliardo, ecc.)
- Identificare gli investitori: quando emerge la necessità di lanciare un nuovo fondo, gli *sponsor* presentano il loro progetto tramite un cd. *roadshow*, in cui i *general partners* viaggiano verso i maggiori *hub* finanziari per promuovere la loro strategia. Questo processo spesso viene portato avanti con l'aiuto di una *boutique* di consulenza o una banca d'affari che ha la responsabilità di introdurre gli investitori alla *PE firm*.

- Selezionare le società *target*: in seguito alla costituzione del fondo e all'individuazione degli investitori, le aziende potenzialmente oggetto di un futuro *LBO* vengono identificate, sempre con l'aiuto di banche o *M&A boutiques*.
- Strutturare l'acquisizione: in parallelo con il processo di M&A stesso, la società di *PE* deve coordinarsi con i finanziatori dell'acquisizione, i quali spesso si interfacciano con i dipartimenti di *debt* o *capital markets* interni.
- Effettuare gli investimenti: i *limited partners* non verseranno le loro quote il primo giorno di costituzione del fondo, bensì si impegneranno legalmente ad investire un certo quantitativo e, successivamente, a spostarlo nel momento in cui venga emessa la cd. *capital call*, in cui i *GP* richiedono di trasferire il denaro per finanziare una specifica operazione. Se un investitore si vincola ad investire il 10% del totale raccolto dal fondo, egli dovrà finanziare il 10% di ogni acquisizione.
- Gestire la partecipazione al fondo: nel momento in cui un investimento venga messo in atto, il ruolo dei *managing partner* è quello di contribuire attivamente alla crescita della società *target*. Generalmente, un soggetto interno alla *LBO firm* avrà un posto nel consiglio di amministrazione di quest'ultima, al fine di influenzarne e monitorarne le decisioni.
- Vendere le società precedentemente acquisite: dopo qualche anno, lo *sponsor* deve trovare un acquirente (generalmente un altro *financial sponsor* o uno *strategic buyer*) per ogni società detenuta in portafoglio.

Mentre i *limited partners* ricevono un rendimento dagli investimenti effettuati da parte della *LBO firm*, i *general partners* vengono remunerati tramite due tipi di commissioni: la *management fee* ed il *carried interest*. Il primo tipo viene pagato direttamente con frequenza annuale dai *LP* e si attesta, in media, attorno al 2% del capitale impegnato. Vista la durata limitata del fondo, questa percentuale viene diminuita nel corso degli anni, poiché i primi 5 anni corrisponderanno al periodo richiedente un'attiva gestione, mentre gli ultimi 5 anni prima del termine della vita del fondo stesso saranno principalmente caratterizzati dai gradual disinvestimenti. Il *carried interest*, invece, fa riferimento alla quota degli utili del fondo che spetta ai *general partners* dopo la restituzione del capitale investito e della

management fee ai *LP*. Generalmente questa quota si attesta attorno al 20% degli utili residuali. Queste percentuali possono tuttavia differire vista la loro natura puramente contrattuale. In alcuni casi, per esempio, i *limited partners* si servono di una clausola riguardante il noto “*hurdle rate*” (in genere il 10%): i *general partners* potranno incassare il *carried interest* solo nel momento in cui venga garantito un ritorno minimo sul capitale investito uguale o superiore a questo tasso.

Investment banks

Dal punto di vista operativo, un *leveraged buyout* non si realizzerebbe senza l’ausilio di una o più banche d’affari, le quali hanno il compito di fornire servizi di *advisory* sia *sell-side* che *buy-side*, ma anche di coordinare i finanziamenti per supportare l’operazione (cd. ruolo di *arranger*). Queste istituzioni lavorano a stretto contatto con i loro *sponsor* clienti per determinare la corretta struttura finanziaria di una particolare acquisizione. In seguito all’approvazione della *deal structure*, le banche d’investimento si impegnano a garantire una *commitment letter* per il debito bancario e, in alcuni casi, una *bridge facility*¹¹. Questa lettera legalmente vincolante prevede una serie di condizioni, tra cui l’applicazione di *caps* (massimali sui tassi d’interesse applicabili) in cambio di diverse commissioni, le quali compensano le banche per il loro ruolo di *underwriters* ed i rischi associati alla loro disponibilità a finanziare l’importo prestabilito anche nel caso di un insuccesso nell’erogazione del *bridge*. In questo caso si parla di *underwritten financing*, storicamente richiesto per tutti gli *LBO*, vista la necessità di garantire certezza di esecuzione al venditore. Spesso le *investment banks* creano dei consorzi di collocamento, in cui si impegnano congiuntamente a sottoscrivere le varie *tranche* di debito. Ogni *arranger* (o *bookrunner*) è obbligato a detenere un certo quantitativo della linea di credito *revolving* in portafoglio, mentre cercherà di sindacare la rimanente porzione e gli eventuali *term loans*. Come

¹¹ Un “finanziamento ponte”, in gergo *bridge*, è un tipo di finanziamento a breve termine che una banca (o un *pool* di banche) sottoscrive per l’acquirente (lo *sponsor*) per colmare il *gap* temporale tra la chiusura dell’accordo e l’emissione delle varie tipologie di debito (*high yield bonds*, *term loans*, ecc.)

sottoscrittori di obbligazioni *high-yield* o debito *mezzanine*¹², le banche d'affari cercheranno immediatamente di vendere l'intero importo ad investitori più propensi al rischio.

Banche commerciali

Le banche commerciali fanno parte di una serie di investitori istituzionali che, grazie ai loro bilanci di grandi dimensioni, sono in grado di sottoscrivere, per alcune settimane in seguito alla sua emissione, il debito *senior* garantito, ossia il primo “mattoncino” fondamentale della struttura di capitale in un *LBO*. Tuttavia, in seguito alla crisi del 2008, la sempre più stringente normativa (Basilea III, *guidance FED*) ha incrementalmente scoraggiato le banche a dotarsi di bilanci comprendenti attività eccessivamente rischiose, spingendole a muoversi verso bilanci più “*asset light*”. Negli ultimi anni le *commercial banks* hanno teso verso una cessione del rischio ad altri investitori istituzionali (*hedge funds* in particolare) tramite sindacazioni di *Term Loans B* o *placement* di obbligazioni *high-yield*, strumenti subordinati che impatterebbero eccessivamente i parametri riguardanti i *Risk-Weighted Assets* imposti dalle recenti normative. Interessante risulta la concorrenza sempre maggiore tra le banche commerciali ed i fondi di *private credit*, entità che erogano prestiti non bancari non negoziabili sui mercati regolamentati. Questa competizione ha portato le banche “tradizionali” a stipulare contratti poco *covenant-intensive* e ad aumentare il numero di *club deal* per ripartire al meglio il rischio di credito.

Hedge funds

Non esiste una definizione univoca riguardante questo tipo di operatore finanziario. In linea generale, gli *hedge fund* vengono normalmente ricondotti alla sfera del risparmio gestito. Come le società di *private equity*, essi sono dei fondi comuni chiusi destinati ad investitori istituzionali e HNWI (*High Net Worth Individuals*), la cui attività di investimento, tuttavia,

¹² Il debito *mezzanine* è una forma di capitale (subordinato) ibrido, che si colloca a metà tra il debito *senior* e l'*equity* in termini di priorità di rimborso. Può assumere la forma di *term loan* subordinato, di obbligazione *high-yield junior*, di *tranche* “*first-out/last-out*”, o di strumento con *equity kicker* (warrant, opzioni, *PIK toggle*).

spazia attraverso tutte le *asset class* esistenti, al fine di diversificare il più possibile il portafoglio e massimizzare i rendimenti. Questi fondi sono quindi caratterizzati da esposizioni nel mercato del *private equity*, ma anche delle azioni, delle *commodities*, delle obbligazioni societarie, dei *bond* sovrani, e degli strumenti derivati (opzioni, *warrant*, *swaps*, ecc.), sia per necessità di copertura, sia per finalità speculative. Alcuni *hedge fund* praticano quotidianamente, inoltre, centinaia o migliaia di operazioni di arbitraggio, grazie all'utilizzo dell'*high frequency trading (HFT)*, una serie di processi completamente computerizzati in grado di identificare disallineamenti nel mercato con orizzonti temporali talvolta di brevissima durata. L'attrattività di questo tipo di *investment firm* deriva dalla sua bassa regolamentazione, da ricondursi alla natura strettamente professionale (o altamente qualificata) degli investitori, ma anche ai notevoli benefici fiscali di cui beneficiano questi fondi, istituiti per la quasi totalità nelle isole *Cayman* dove l'aliquota d'imposta sul reddito e sui *capital gains* delle società è nulla.

Il ruolo degli *hedge fund* negli LBO, specialmente in seguito al *credit crunch* che ha seguito la crisi finanziaria del 2009, è diventato sempre più preponderante. I fondi di *private credit* (gestiti nella maggior parte dei casi da *HF*), nel 2024 hanno finanziato il 77% dei *leveraged buyouts* a livello globale¹³. La presenza di questi sottoscrittori del debito è spesso molto gradita agli *sponsor*, in quanto, tendenzialmente, i fondi *hedge* sono caratterizzati da ampia flessibilità contrattuale rispetto alle banche, e da minor vincoli regolamentari: essi, non dovendo rispettare i requisiti di capitale di Basilea, potranno fornire importi a supporto degli LBO nettamente superiori rispetto a quelli delle istituzioni di credito tradizionali. In particolare, possiamo identificare cinque ruoli che gli *HF* assumono nell'operazione:

- *Underwriting* e sindacazione del debito *senior*: i fondi sono acquirenti di *tranches* di *Term Loans B* o obbligazioni *high yield* al momento dell'emissione o nei mercati secondari, velocizzando la chiusura dell'operazione e, in alcuni casi, sostituendo i *pool* bancari.
- Sottoscrizione di debito *junior/mezzanine*: come vedremo nei prossimi capitoli, questi titoli difficilmente vengono detenuti a lungo dalle banche per la loro rischiosità. La

¹³ S&P Global (2025). Private debt's share of buyout financing hits decade high.

presenza di questi tipi di debito contribuisce ad aumentare il *leverage* possibile ed offre ai fondi speculativi rendimenti a doppia cifra, talvolta prossimi al 25%.

- *Direct lending e unitranche*: in alcuni casi gli *HF* strutturano un unico prestito incorporante *tranche* di debito *senior* e subordinato, riducendo i tempi di esecuzione.
- *Equity co-invest*: i fondi *hedge* di grandi dimensioni possiedono veicoli di *private equity* dedicati, che quindi agiscono come *co-sponsor* tramite contribuzioni con capitale di rischio.
- *Distressed debt*: alcuni operatori sono specializzati nel settore delle aziende in difficoltà finanziarie. In questo caso, acquisteranno a sconto il debito per poi cercare di generare un *upside* nel caso in cui i prezzi tornino a salire.

Anche se spesso criticati per le loro tattiche meramente speculative e, in alcuni casi, predatorie, gli *hedge funds* rimangono oggi insostituibili fornitori di liquidità nei mercati secondari del debito, e spesso risultano gli aghi della bilancia nell'universo dei *corporate takeovers*.

Fondi pensione

L'interdipendenza tra gli operatori di *private equity* ed i fondi pensione è un fenomeno da ricondursi agli anni '80, durante i quali società come *KKR* e *Bain Capital* fecero grande affidamento sui *pension funds*, i quali erano alla ricerca di nuove *asset class* da aggiungere ai propri attivi. *Anzia e Spindel (2024)*¹⁴ hanno esplorato l'interessante intreccio tra questi due settori in un saggio che analizza i motivi economici che spingono tali soggetti ad esporsi al settore del *PE*, ed il paradosso che questo comporta.

Dal punto di vista economico, il principale motivo che porta i fondi pensione U.S.A. a cercare rendimenti al di fuori delle *equities* è da ricondursi alla “sotto copertura” dei sistemi pensionistici: nel 2024, secondo la *Federal Reserve*, i più di 4500 piani pensionistici statali e locali U.S.A. hanno registrato congiuntamente \$3,58 trilioni di *funding gap*, ossia la

¹⁴ Anzia, S.F. and Spindel, J. (2024) *Labor's Capital: Public Pensions and Private Equity*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

differenza (in questo caso negativa) tra gli *assets* e le future obbligazioni pensionistiche. Contributi aggiuntivi al sistema di previdenza andrebbero a gravare sui bilanci pubblici e sui lavoratori; quindi, una delle soluzioni è stata quella di cercare *extra-performance* in fondi di *PE* che, innalzando i tassi di rendimento attesi delle attività, hanno permesso di utilizzare tassi di sconto più alti, riducendo contabilmente il valore delle passività. Di conseguenza, l'attrattiva di questa *asset class* ha convinto perfino i fiduciari scelti dai dipendenti, normalmente diffidenti dei comportamenti antisindacali di alcuni *LBO*, a scegliere questo tipo di *allocation*. Risulta evidente il paradosso che si genera: le stesse organizzazioni che agiscono in difesa dei lavoratori alimentano il *private equity* per salvaguardare le contribuzioni pensionistiche.

I fondi pensione hanno da sempre rappresentato lo zoccolo duro dell'*equity financing* nei *leveraged buyouts*. Secondo l'*American Investment Council*, circa l'88% dei fondi pensione U.S.A. nel 2023 erano esposti a fondi di *PE*, mentre, nello stesso anno, in Europa hanno fornito il 24% dell'*equity* per gli *LBO*. Questa tendenza trova ulteriore conferma grazie ai recenti programmi di coinvestimento (a fianco alle società di *PE*) che hanno visto i *pension funds* superare i fondi sovrani per importi cofinanziati.¹⁵

Compagnie assicurative

Le compagnie di assicurazione sono diventate un altro tipo di finanziatore di riferimento per gli *LBO*, grazie all'ingente quantità di premi assicurativi da investire: queste imprese, infatti, incassano, flussi stabili e prevedibili che hanno la necessità di essere collocati su un orizzonte temporale di medio-lungo termine. In un contesto di tassi d'interesse ai minimi storici in seguito alla crisi del 2009, i rendimenti dei portafogli obbligazionari tradizionali hanno dimostrato di essere insufficienti per le società assicurative, portando molti operatori ad allocare parte dei premi incassati in fondi di *LBO private credit* in grado di offrire rendimenti

¹⁵S&P Global (2025) Pensions ramp up co-investments in 2024 as sovereign fund activity cools

di 200 - 400 punti base più alti rispetto ai bond *investment-grade* con pari caratteristiche di *duration* e *rating*.¹⁶

I *LBO senior loans*, inoltre, sono quasi esclusivamente a tasso variabile, (ma possono essere coperti tramite *interest rate swap* nel caso di tassi sfavorevoli) e soprattutto, sono detenuti fino a scadenza: questo porta a poca volatilità *mark to market*¹⁷ e ad un premio per l'illiquidità dello strumento¹⁸. Questi motivi hanno portato numerosi attori del mercato assicurativo a spostare decine di miliardi di dollari dai *corporate bond* liquidi verso il mercato del *LBO private credit*.

1.6. Creazione di valore negli *LBO*

La creazione di valore nei *buyouts* deriva da diversi aspetti che necessitano di un'analisi su più livelli: innanzitutto, vi è uno spettro di *value driver* che hanno un effetto diretto sull'efficienza operativa o che sono riconducibili ad uno sfruttamento ottimale degli *asset* del *target*. Alcuni *driver* risultano tuttavia di natura non operativa, ma portano comunque ad un'espansione di valore creata nel periodo tra il *takeover* e la liquidazione dell'investimento. *Loos*¹⁹ individua quattro *driver* diretti:

- Riduzione dei costi: l'elevata leva finanziaria e gli incentivi ai *manager* (i quali spesso diventano proprietari contribuendo con *rollover equity*) spingono l'intera organizzazione ad eliminare qualsiasi inefficienza e ad abbattere costi di struttura, portando benefici immediati per il *free cash flow*.

¹⁶ National Association of Insurance Commissioners (NAIC) (2024) *Private Credit Primer*. Washington, DC: National Association of Insurance Commissioners.

¹⁷ I *senior loans* in un *LBO* non sono quotati: secondo i principi IFRS, se l'intenzione della compagnia di assicurazione è "*hold to collect*", essa può misurarlo a bilancio seguendo il principio del costo ammortizzato, e non quello del *fair value*. Questo ha 3 conseguenze principali: (1) il valore d'iscrizione crescerà con gli interessi maturati, (2) diminuirà con i rimborsi di capitale e (3) non oscillerà in base alle condizioni di mercato.

¹⁸ Le compagnie di assicurazione trasformano il problema dell'illiquidità in un vantaggio economico: l'extra rendimento incorporato in strumenti poco liquidi come i *LBO senior loans* migliora i margini e può ridurre i requisiti patrimoniali richiesti dalle autorità perché il *cashflow* è bloccato fino a scadenza.

¹⁹ Loos, B. (2005) *Value Creation in Leveraged Buyouts*. Frankfurt: Peter Lang.

- Migliore utilizzo degli *asset*: il debito, imponendo una ferrea disciplina sulla società acquisita, induce a terminare i progetti con bassi rendimenti e a razionalizzare il capitale circolante, rendendo gli *asset* generalmente più produttivi.
- Crescita dei ricavi: l'obiettivo della valorizzazione dei multipli di *exit* dell'operazione porta il *management* a sviluppare piani industriali ambiziosi. *Loos* dimostra la presenza di tassi di crescita superiori alla media per i *target* che rientrano sui mercati dei capitali dopo i *buyout*.
- Ingegneria finanziaria: "l'arte" della strutturazione di un *LBO* risiede, infine, nelle competenze di *financial engineering* degli *sponsor*, i quali devono essere in grado di identificare la struttura del capitale ottimale cercando di negoziare condizioni di debito favorevoli e di sfruttare i vantaggi fiscali nascosti, tutto questo minimizzando il costo del capitale (*WACC*) senza porre eccessivo rischio in capo ai creditori.

In aggiunta, ogni operazione di *leveraged buyout* è alla ricerca di *value drivers* indiretti che accumulano valore senza tuttavia impattare direttamente i flussi di cassa. In particolare, essi sono tre:

- Allineamento degli incentivi e *corporate governance*: un'appropriata quota di *equity* per il *management*, un'attenta sorveglianza degli *sponsor* e *boards* più snelli accelerano i processi decisionali e riducono i cd. costi di agenzia, ossia i costi (come spese di monitoraggio, contratti di incentivazione, costi legali, ecc.) derivanti da conflitti d'interesse tra i vari *stakeholder* all'interno dell'organizzazione.
- Cultura del *buyout* e comunicazione: l'*ownership* diretta in capo ai manager stimola notevolmente lo spirito imprenditoriale, la rapidità d'azione nell'intraprendere le decisioni e l'assunzione di responsabilità, elementi che le grandi *corporation* burocratizzate spesso non possiedono.
- Asimmetrie informative: gli *sponsor* godono di forti reti relazionali e di *team* incaricati della *due diligence* in grado di intercettare *target* sottovalutati non ancora contesi, riducendo quindi il prezzo dell'*entry* e massimizzando i multipli di *exit*.

1.7. Distruzione di valore negli *LBO*

La narrazione fino ad ora esposta ha bisogno di essere riequilibrata. Gli *LBO* non si sono mai dimostrati interamente immuni dai fallimenti: *shock* economici esterni come recessioni, crolli dei prezzi delle *commodity* o la recente pandemia hanno portato al crollo di *buyouts* di dimensioni imponenti, come quello di *TXU* (azienda di *utilities* sottoposta ad un *takeover* dal valore di circa 45 miliardi \$) che, colpita dalla crisi del 2008 e dai prezzi del gas in discesa, ha dovuto subire un'intensa ristrutturazione dopo aver messo in atto i meccanismi di protezione dei creditori. Un altro caso studio di rilievo è rappresentato dal fallimento dell'operazione di *buyout* di *Hertz*, colpita nel 2020 dalla drastica riduzione del fatturato causata dalla contrazione del turismo internazionale dovuta alla pandemia. Un modello eccessivamente *capital intensive* ha inoltre esacerbato la situazione finanziaria già critica impedendo alla società di onorare una *asset backed facility* da \$400 milioni di dollari. Poche settimane dopo, *Hertz* ha deciso di servirsi del *Bankruptcy Chapter 11*. Questi esempi rappresentano una minima parte del totale dei *buyout* non andati a buon fine, ma risultano estremamente preziosi per comprendere gli elementi principali che contribuiscono al crollo della delicata struttura a sostegno di un'operazione ad alta leva finanziaria come un *LBO*: leva eccessiva, condizioni di mercato avverse e decisioni manageriali errate si sono dimostrate fatali anche per le imprese sottoposte a *buyout* più solvibili.

La crescente proliferazione delle bancarotte tra gli anni '80 e '90 in U.S.A. ha sollevato numerosi scetticismi e critiche nei confronti di queste transazioni, le quali furono definite, a volte in maniera stereotipica, distruttrici di valore. Gli studi in tema di distruzione di valore nei *leveraged buyout* sono pochi e spesso focalizzati su analisi di singole operazioni. Kaplan e Stein, con il loro studio²⁰ focalizzato su un campione di *LBO* avvenuti negli anni '80, hanno colmato questa lacuna, riscontrando una generale tendenza sistematica ad aumentare la leva, insieme ad un intenso utilizzo di *junk bonds* quotati e all'utilizzo aggressivo di dividendi straordinari per migliorare i rendimenti degli *sponsor*. Questi fattori hanno contribuito

²⁰ Kaplan, S.N. and Stein, J.C. (1993) 'The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s', *The Quarterly Journal of Economics*, 108

notevolmente all'aumento delle sofferenze finanziarie e del livello generale dei *risk premiums*. Shleifer e Summers (1988)²¹ sostengono l'idea di distruzione (o trasferimento) di valore attraverso la loro analisi dei guadagni derivanti dalle acquisizioni ostili, che generalmente attribuiscono alle perdite di ricchezza degli *stakeholder*. A loro avviso, i guadagni degli azionisti nelle acquisizioni sono quindi redistribuzioni di ricchezza tra i vari *stakeholder* e, a lungo termine, finiranno per comportare un deterioramento della fiducia, ritenuta necessaria per il funzionamento dell'azienda. Altri importanti *stakeholder* delle società *target* soggetti a potenziali perdite di ricchezza, oltre a fornitori e dipendenti, sono stati individuati negli obbligazionisti preacquisizione.

1.8. Conclusioni

Il processo di *leveraged buyout* si configura come una complessa operazione di finanza straordinaria basata sull'utilizzo strategico della leva finanziaria, fiscale e manageriale per acquisire, valorizzare e successivamente disinvestire una società *target*. Nel corso del capitolo si è visto come, attraverso la creazione di uno *special purpose vehicle (SPV)*, lo sponsor riesca a finanziare gran parte del prezzo d'acquisto con debito, minimizzando l'apporto di equity e massimizzando il potenziale ritorno sul capitale investito.

È stata presentata una classificazione delle principali varianti di LBO (*management buyout*, *management buy-in* e *buy-in management buyout*) evidenziando le peculiarità, le sinergie e i rischi insiti in ciascuna di esse, in termini di conflitto d'interessi, asimmetrie informative e necessità di condivisione di visione tra manager interni ed esterni. La sezione dedicata ai vantaggi dell'operazione ad alta leva ha messo in luce come la deducibilità degli interessi sul debito e la struttura societaria post-acquisizione possano generare uno "scudo fiscale" significativo, contribuendo ad aumentare il valore attuale netto dell'investimento; al

²¹ Shleifer, A. and Summers, L.H. (1988) 'Breach of trust in hostile takeovers', in: Auerbach, A.J. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, IL: University of Chicago Press

contempo, la leva manageriale, attraverso piani di incentivazione, allinea gli obiettivi del management con quelli degli investitori e introduce una cultura di performance orientata al miglioramento operativo continuo.

Sono state successivamente elencate le caratteristiche ideali di un *target*, che deve combinare flussi di cassa stabili e ricorrenti, una solida *asset base* e qualità nella gestione del capitale circolante e del CAPEX; in questo modo, è possibile sostenere il rimborso del debito e creare valore attraverso efficientamenti, crescita organica e razionalizzazione degli investimenti. Abbiamo poi esaminato il ruolo cruciale degli agenti coinvolti (*sponsors, investment e commercial banks, hedge funds*, fondi pensione e compagnie assicurative) ciascuno con un contributo specifico nella strutturazione, nel finanziamento e nell'implementazione dell'operazione.

L'analisi dei *value driver* diretti (riduzione dei costi, migliore utilizzo degli asset, crescita dei ricavi e ingegneria finanziaria) e indiretti (allineamento degli incentivi, cultura del buyout e sfruttamento delle asimmetrie informative) ha mostrato come la creazione di valore dipenda sia da interventi operativi concreti sia dalla capacità di negoziare condizioni di debito favorevoli. La leva elevata, tuttavia, comporta anche elevati rischi: come dimostrano i casi di *TXU* e *Hertz*, *shock* di mercato, condizioni avverse o decisioni manageriali errate possono facilmente compromettere la sostenibilità finanziaria dell'operazione.

Questo primo capitolo, pertanto, ha gettato le basi teoriche per comprendere gli strumenti, le dinamiche ed i rischi di un *leveraged buyout*, introducendo i concetti chiave che verranno approfonditi nei capitoli successivi. Nella prossima parte dell'elaborato l'analisi verrà incentrata sulla struttura finanziaria dell'operazione, cominciando dalle varie componenti di debito per arrivare agli strumenti di *equity*.

2. LA STRUTTURA FINANZIARIA DELL'OPERAZIONE

2.1. Introduzione

La creazione di una struttura finanziaria perfettamente bilanciata, non eccessivamente onerosa, ma allo stesso tempo flessibile, si colloca sul sottile confine tra una pratica di ingegneria finanziaria ed una vera e propria arte: per questo motivo, l'accesso al tavolo di negoziazione di queste transazioni risulta limitato alle migliori menti dell'industria finanziaria.

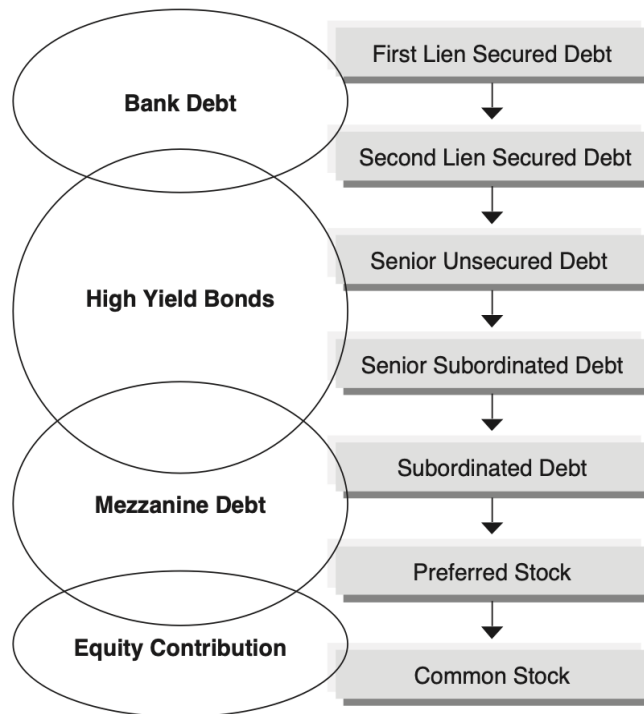
Nel seguente capitolo verrà analizzata nel dettaglio la gerarchia delle fonti di finanziamento, la quale racchiude una serie di strumenti finanziari attribuibili a tre macrocategorie: il debito, l'*equity* e gli strumenti ibridi, contenenti caratteristiche rispettivamente attribuibili sia alla prima che alla seconda categoria.

2.2. Struttura tipo di un *LBO*

Il debito a sostegno della struttura finanziaria di un *LBO*, storicamente, si è attestato attorno al 60-70%, con la rimanente parte del prezzo d'acquisto finanziata tramite una contribuzione di *equity* dagli *sponsor*, e *rollover equity* o nuove contribuzioni da parte del *management*.

La porzione di debito può includere una vasta gamma di prestiti, strumenti finanziari e di debito con varie caratteristiche e condizioni che cercano di soddisfare l'appetito di numerose classi di investitori in cerca di extra rendimenti rispetto ai *benchmark* tradizionali.

Visto l'alto profilo di rischio di quest'operazione, le componenti di debito della struttura del capitale presentano rating *non-investment grade*, o da "Ba1" a scendere secondo *Moody's Investor Service* e da "BB+" a scendere secondo *Standard and Poor's*. Di seguito sono raggruppate le fonti primarie di finanziamento per gli *LBO*:



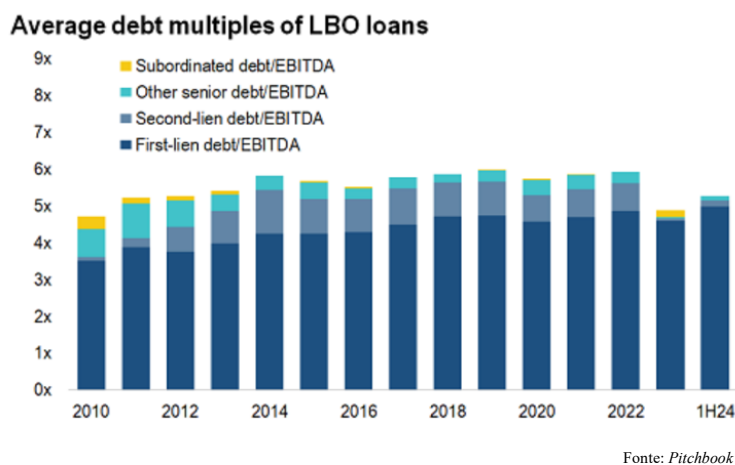
. Fonte: Rosenbaum, J. and Pearl, J. (2009) Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions. Hoboken, NJ: Wiley

In questa gerarchia, più alta sarà la posizione di un determinato strumento, minore sarà la sua rischiosità implicita e, conseguentemente, minore sarà il costo del capitale per l'emittente/debitore. Tuttavia, un minor costo del capitale tende ad essere correlato con maggiori restrizioni: il debito bancario, per esempio, rappresenta la forma di finanziamento meno onerosa in termini di interessi, ma più stringente per quanto riguarda i requisiti di collaterale e *covenants* restrittivi, applicati con il fine di preservare il profilo di credito del debitore per la durata dell'obbligazione.

La porzione principale delle fonti di finanziamento è di norma costituita da debito *senior* garantito, che rappresenta il primo *lien* (prestito con diritti di primo grado sulle garanzie) sugli *asset* della società acquisita, spesso sotto forma di prestiti sindacati emessi da investitori istituzionali o banche. Questo tipo di prestito spesso viene affiancato da una linea di credito *revolving* per esigenze di liquidità circolante. Le obbligazioni *high yield* rappresentano

normalmente una parte meno preponderante della struttura finanziaria, e possono essere strutturati come *first lien*, *second lien* o anche *unsecured*. A livelli più subordinati si collocano eventualmente strumenti di debito *junior* (*second lien*, note *subordinated* o *mezzanine*).

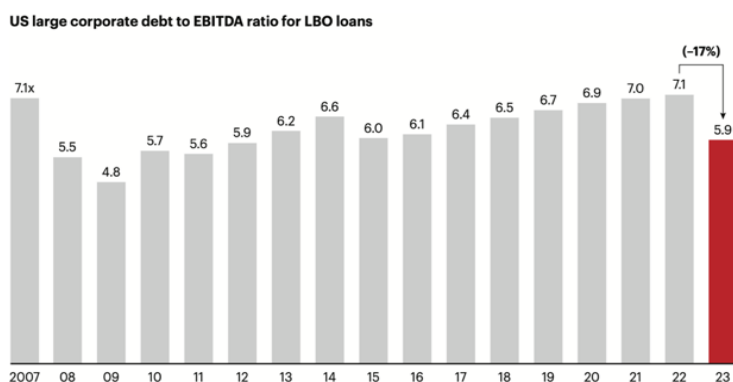
Questi strumenti secondari, avendo maggiore rischio, portano tassi d'interesse più alti e talvolta diritti di conversione o opzioni. In fondo alla struttura troviamo infine il capitale azionario apportato dallo sponsor e dai *manager* del *target* che funge da prima *tranche* di assorbimento delle perdite. Come si evince dal grafico sottostante, gli ultimi dieci anni sono stati caratterizzati da un accentuato *de-risking* dei finanziatori: gli investitori hanno preferito garantirsi ritorni minori tramite l'erogazione di prestiti più sicuri come *first lien* e *second lien*, mentre, fatta eccezione per il 2023, i mercati del debito hanno assistito ad un grande declino dei prestiti subordinati.



Il contratto di finanziamento definisce un ordine inderogabile di destinazione dei flussi operativi, denominato in gergo *waterfall*: le spese operative e gli oneri fiscali hanno la priorità di pagamento, poi seguono gli interessi e le commissioni sulle linee *revolving* e sui prestiti *senior*, seguiti dalle quote capitale delle *tranche amortizing*, a loro volta seguite dalle cedole di strumenti subordinati (*second-lien* e obbligazioni *high-yield*). In quinta posizione nell'ordine di allocazione dei flussi di cassa troviamo gli interessi del debito *mezzanine*, mentre seguiranno i *cash-sweep* a riduzione del debito *senior* residuo. In ultima posizione si collocano le distribuzioni a favore dei soci. Qualora si verifichi un evento di *default*, l'ordine

di pagamento viene ulteriormente irrigidito e la distribuzione all'*equity* è sospesa. Con questo meccanismo si garantisce la priorità assoluta dei creditori *senior*, preservando la disciplina finanziaria indispensabile per conseguire il *de-leveraging* programmato.

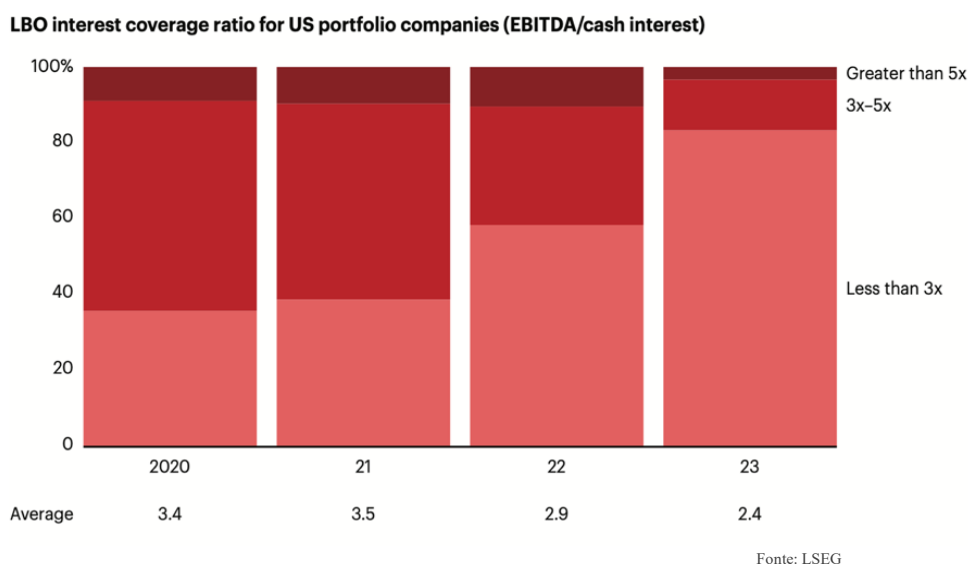
In termini quantitativi, un *LBO* richiede di mantenere alcuni rapporti finanziari entro livelli accettabili per i creditori non subordinati come le banche: un rapporto di *Bain&Company*²² evidenzia come, nel decennio precedente al 2020 i *buyout* di grandi dimensioni presentavano un rapporto medio compreso tra 5,6x e 7,1x; l'inasprimento dei tassi d'interesse nel biennio 2022-2024 ha determinato una riduzione della leva media a valori inferiori a 6x accompagnata da un incremento dell'*equity contribution* oltre il 50 % dell'*EV* nelle transazioni di grandi dimensioni, segnalando un'avversione al rischio dei *lenders* simile a quella che si verificò in seguito alla crisi finanziaria globale. I modelli *LBO* più prudenti prevedono il raggiungimento di un rapporto Debito/EBITDA prossimo a 3x entro il quarto o quinto esercizio *post-closing*, attraverso: (i) l'ammortamento obbligatorio delle *tranche senior amortising*; (ii) la destinazione di una quota predefinita del *FCF* al rimborso anticipato del debito (cd. *cash-sweep*); (iii) eventuali rifinanziamenti a condizioni più favorevoli qualora il merito creditizio migliori. I *covenant* di manutenzione tipici comprendono una soglia decrescente di *Debt/EBITDA* e un *interest coverage ratio* non inferiore a 2x.



Fonte: LSEG

²² Bain & Company (2025) Global Private Equity Report 2025. Boston, MA: Bain & Company.

Come si evince dalla figura di cui sopra, il mercato dei *LBO loans* risulta storicamente correlato al ciclo economico, il quale determina il livello dei tassi d'interesse, che a loro volta determinano il costo del finanziamento di tali strumenti, poiché di natura indicizzata. I multipli *Debt/EBITDA*, infatti, nel 2023 sono diminuiti del 17% dall'anno precedente a 5,9x: questo dato non risulta sorprendente, visti i bassi *interest coverage ratios* registrati sia in U.S. che in Europa, i quali hanno confermato le difficoltà delle società nel servizio del debito dovute alle pressioni inflazionistiche sui margini ed al maggior costo del *leverage*.



Contestualmente è mutata anche la natura delle fonti di finanziamento dei *LBO*. Nel periodo di tassi prossimi allo zero, le grandi banche d'investimento ed il mercato dei capitali, tramite la sindacazione di *leveraged loans* ed il collocamento di obbligazioni ad alto rendimento, erano i canali principali per la raccolta del debito finalizzato a questo tipo di acquisizione. Dal lato degli investitori vi era ampia disponibilità: le CLO (*collateralized loan obligations*) ed i fondi *high-yield* assorbivano volumi crescenti di prestiti, rendendo il credito relativamente facile da ottenere per gli *sponsor*. Inoltre, le condizioni contrattuali post-crisi sono diventate sempre più *borrower-friendly* (prive, quindi, di *covenant* stringenti), segnalando una forte competizione tra finanziatori negli anni di ripresa dalla crisi globale.

Tuttavia, a partire dal 2022, lo scenario si è invertito. Il brusco rialzo dei tassi ed i timori di recessione hanno portato le banche a ridurre le esposizioni eccessivamente rischiose, conducendo ad un temporaneo congelamento del mercato dei *leveraged loan* tra fine 2022 ed inizio 2023. In questo contesto, i fondi di *private debt* hanno colmato il vuoto lasciato dagli istituti tradizionali, divenendo i principali finanziatori di *deal* nel *mid-market* ed in parte anche di operazioni *large-cap*.

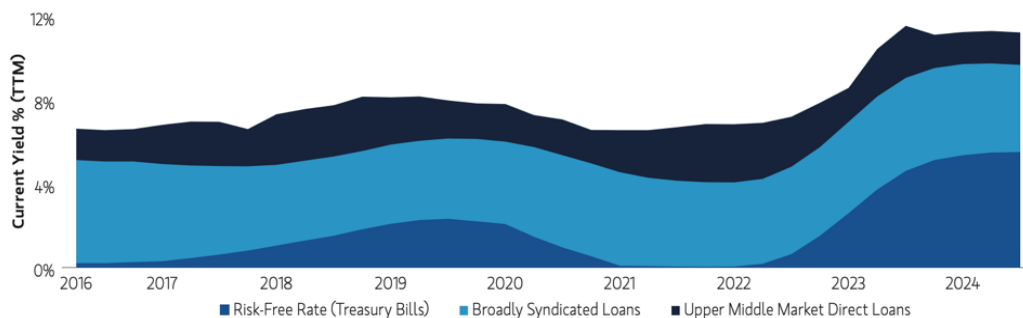
La maggiore rilevanza del debito privato è confermata anche nel 2025, finanziando l'83% dei 53 *leveraged buyout* annunciati fino al 22 gennaio²³. Questo drastico cambiamento evidenzia come la struttura tipica di un *LBO* sia divenuta meno dipendente dal circuito bancario tradizionale, con soluzioni alternative ormai predominanti soprattutto per le acquisizioni di medie dimensioni. I fondi di *direct lending* offrono infatti velocità decisionale e certezza di esecuzione maggiori rispetto alle sindacazioni bancarie, sebbene ad un costo superiore in termini di interessi, come evidenziato dal grafico sottostante: lo *spread* tra il rendimento dei prestiti sindacati e quello dei *direct loans* si è attestato, in media, attorno ai 150 bps. Molti *sponsor* hanno accettato questo *trade-off* pur di assicurarsi il finanziamento, specialmente nelle fasi di *credit crunch*.

2.3. Linee di credito

Il ricorso al capitale di debito permette agli *sponsor* di migliorare il rendimento dell'*equity* tramite un effetto moltiplicatore stimabile in fase di *exit* dall'investimento. In determinate condizioni, inoltre, il ricorso all'indebitamento dovrà essere massimizzato al fine di raggiungere determinati benefici fiscali che avranno un notevole impatto positivo sul rendimento. Visti i chiari vantaggi del ricorso al debito, il mercato per tali strumenti ha subito un processo continuo di innovazione. Dalla metà del secolo scorso, transazioni sempre più rilevanti hanno richiesto strumenti e contratti sempre più complessi in grado di soddisfare le

²³ S&P Global Ratings (2025) *Private debt's share of buyout financing hits decade high*. Available at: <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/2/private-debts-share-of-buyout-financing-hits-decade-high-87373500>

Historical Yield Differences Between Direct Lending, Broadly Syndicated Loans and T-Bills (2016-Present)



Fonte: Morgan Stanley (2025) Evolution of Direct Lending – Private Credit Primer. New York: Morgan Stanley.

esigenze più disparate. Di seguito viene presentata un'analisi dettagliata delle tipologie di debito utilizzate nei *leveraged buyout*.

LINEA DI CREDITO *REVOLVING*

Le linee di credito rotative hanno l'obiettivo di fornire flessibilità di cassa a breve termine: l'azienda può prelevare, rimborsare e nuovamente prendere a prestito fino al limite accordato con il *lender*. Vengono principalmente utilizzate per finanziare esigenze di capitale circolante, per fronteggiare picchi stagionali di fabbisogno di liquidità o per gestire deflussi imprevisti di breve durata. La caratteristica che rende questo tipo di linea di credito una fonte molto comune per alimentare la cassa riguarda la flessibilità nei pagamenti, garantita dall'istituto di credito previa presentazione di ingente collaterale e previo rispetto di alcuni *covenant* restrittivi. Il debitore, inoltre, rimborserà gli interessi solo in base all'importo effettivamente utilizzato e, al termine del periodo di disponibilità, il capitale residuo dovrà essere interamente rimborsato o rifinanziato. Questa flessibilità contrattuale potrebbe tuttavia risultare in un notevole svantaggio nel momento in cui il prenditore di fondi abusi della facoltà di rimandare senza particolari vincoli la restituzione del capitale, poiché questo condurrà inevitabilmente ad una rapida capitalizzazione degli interessi, i quali, andando ad accumularsi, porteranno ad una crescita esponenziale dell'indebitamento. Tipicamente la società paga quattro tipi di commissioni: le *upfront fees* vengono pagate al momento della stipula del contratto di concessione del credito e normalmente rappresentano una data

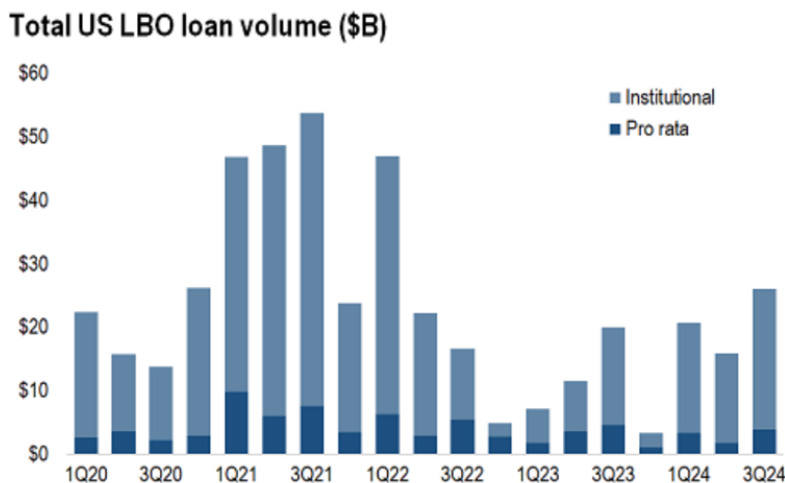
percentuale dell'ammontare totale erogato. Le *interest fees* riguardano i semplici interessi accumulati durante la vita utile della *credit line*, e vengono normalmente calcolate sulla base di un tasso di interesse di base come il *LIBOR*, più uno *spread*. La *utilization fee* si aggiunge alle altre commissioni nel momento in cui il debitore non rispetti i requisiti di pagamento mensili, e viene calcolata sulla base dell'ammontare erogato fino al momento della violazione. L'ultimo tipo di commissione è rappresentato dalla *commitment fee*, la quale grava sulla società finanziata nel momento in cui la linea di credito rimanga parzialmente inutilizzata: questa risulta quindi un incentivo a ritirare il denaro poiché la sua eccessiva inutilizzazione rappresenta un rischio per il finanziatore.

TERM LOAN A (TLA)

Il *Term Loan A (amortizing)* è un prestito a termine *senior*, generalmente erogato da un consorzio di banche (cd. sindacato di collocamento) caratterizzato da un piano di ammortamento graduale a rata costante di durata pari a 5-7 anni. Esso viene spesso trattenuto in bilancio dalle banche erogatrici, non venendo sindacato ad investitori istituzionali, e la sua durata coincide con quella della linea di credito *revolving*, con cui condivide lo stesso livello di priorità in caso di insolvenza, e lo stesso tipo di garanzie. La sottoscrizione di questo tipo di finanziamento presenta come vantaggio principale il basso costo del debito, garantito dalla priorità di rimborso a favore del creditore, dalla presenza di garanzie, e dalla necessità di *covenant* finanziari stringenti riguardanti il *leverage* e la copertura degli interessi. Il principale svantaggio di un *TLA* riguarda l'ingente fabbisogno di cassa che l'ammortamento impone sulla società rispetto ad un contratto di tipo *bullet*, in cui la quota capitale viene restituita in un'unica soluzione a scadenza.

Come è stato precedentemente enunciato, negli ultimi anni questi prestiti hanno evidenziato numerosi limiti per entrambe le controparti dell'operazione: *covenant* eccessivamente rigidi e lunghi tempi di esecuzione hanno scoraggiato il lato degli *sponsor*, mentre bassi rendimenti dovuti alla maggiore competizione tra banche e l'erosione di capitale regolamentare che i

TLA comportavano per le istituzioni bancarie hanno condotto alla sostituzione di questo tipo di finanziamento con *tranches* di *TLB*, i quali verranno analizzati nel paragrafo seguente.



Fonte: Pitchbook

La figura sopra evidenzia la netta preponderanza, nel mercato americano, dei prestiti ad alta leva erogati da investitori istituzionali rispetto alla fattispecie dei prestiti bancari sindacati.

TERM LOAN B (TLB)

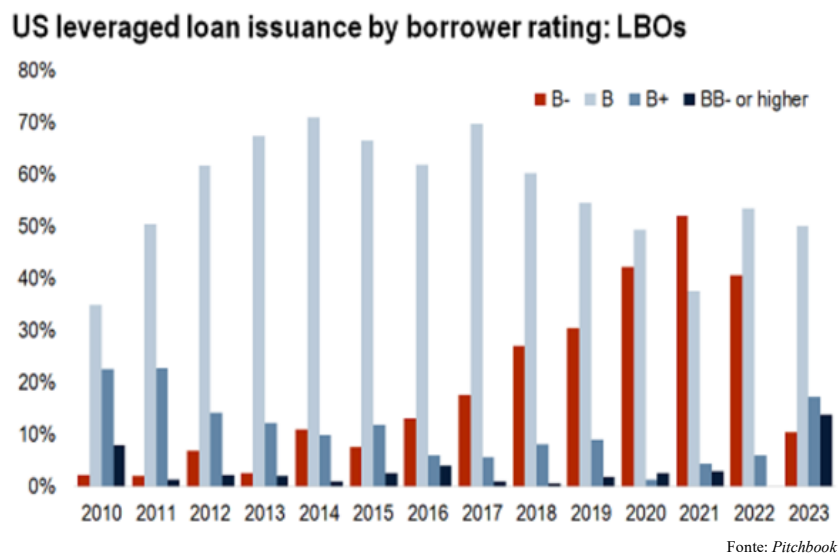
Il *Term Loan B* è una *tranche* di debito *senior* non ammortizzata con durata compresa tra i 7 e gli 8 anni. Introdotto per soddisfare gli investitori istituzionali alla ricerca di rendimenti alti e di pagamenti *bullet* (quota capitale restituita integralmente a scadenza), il *TLB* viene normalmente collocato presso fondi, *CLO*, *asset manager* e altri investitori non bancari; spesso, infatti, l'intera *tranche B* viene sindacata sul mercato istituzionale, mentre le banche originarie trattengono a bilancio solo le linee di credito *revolving* ed i *TLA*. Come quest'ultima tipologia, i *TLB* rientrano nella categoria dei prestiti di tipo *senior* garantito con diritti di primo grado sugli *asset* aziendali, ma vengono ripagati dopo i *TLA*. La struttura dei *TLB* cerca di ovviare alle limitazioni imposte dai tradizionali finanziamenti

sindacati bancari grazie alla loro conformazione “*covenant-lite*” che garantisce parametri finanziari marcatamente meno restrittivi. Per lo *sponsor*, inoltre, risulta molto appetibile la facoltà di differire la restituzione del capitale tramite un unico pagamento a scadenza, permettendo quindi di liberare cassa nei primi anni post-acquisizione, durante i quali la struttura finanziaria risulterà meno sotto pressione. Queste caratteristiche, tuttavia, contribuiscono ad un *pricing* e ad un rischio di rifinanziamento più elevati, tanto che gli *sponsor* spesso pianificano un’*exit* dall’investimento nella società *target* prima che questo tipo di prestito giunga alla *maturity*²⁴. Come si evince dal grafico sottostante, il mercato dei prestiti ad alta leva degli ultimi 15 anni ha assistito ad una maggiore propensione al rischio dei creditori, seguita da una rapida ritirata dovuta all’aumento del costo del denaro da attribuirsi alla fase inflazionistica iniziata nel 2022.

	MOODY'S INVESTORS SERVICE	FitchRatings	S&P Global Ratings	Rating Grade Description
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Highest credit quality, lowest level of credit risk
	Aa1	AA+	AA+	Very high credit quality with very low credit risk
	Aa2	AA	AA	
	Aa3	AA-	AA-	
	A1	A+	A+	High credit quality with low credit risk
	A2	A	A	
	A3	A-	A-	
	Baa1	BBB+	BBB+	Good credit quality with moderate credit risk
	Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-		
Speculative Grade	Ba1	BB+	BB+	Speculative with substantial credit risk
	Ba2	BB	BB	
	Ba3	BB-	BB-	
	B1	B+	B+	Highly speculative with high credit risk
	B2	B	B	
	B3	B-	B-	
	Caa1	CCC+	CCC+	Substantial credit risk with default as a real possibility
	Caa2	CCC	CCC	
	Caa3	CCC-	CCC-	
	Ca	CC	CC	Very high levels of credit risk with default either occurring or about to occur
C	C	C	Default or default-like process has begun	
	SD	RD	Selective Default (SD): Issuers have defaulted on one or more specific issues but are expected to meet their other payment obligations. Restricted Default (RD): Issuers have missed one or more payments but are not under supervision for reorganization or liquidation.	
	D	D	Default: Issuers are unlikely to pay their obligations and have likely entered into bankruptcy filings, administration, receivership, liquidation or other formal winding up procedures.	

Fonte: Omomehin, V. and Carroll, T. (2021) Credit risk: Implementing structural models. Journal of Risk Management in Financial Institutions, 14

²⁴ Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. and Weisbach, M.S. (2013) ‘Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts’, The Journal of Finance



SECOND LIEN LOAN

I prestiti *second lien* sono finanziamenti garantiti da un pegno di secondo grado sugli attivi dell'azienda, subordinato ai crediti *first-lien* come la *RCF* ed i *Term Loans A/B* in termini di diritti sulle garanzie. Si tratta di debito aggiuntivo, in grado di colmare il *gap* tra il *senior debt* ed il debito subordinato; nel periodo tra il 2004 ed il 2007, numerose *tranches second-lien* hanno costituito una valida alternativa alle obbligazioni non garantite nei *LBO* di medio-grandi dimensioni, coadiuvando gli *sponsor* nell'incremento della leva in operazioni già sature di debito *senior*. Questo tipo di finanziamento presenta una durata compresa tra i 5 ed i 7 anni con tasso d'interesse variabile indicizzato generalmente al *LIBOR* comprensivo di uno *spread* di 500-600 punti base, con eventuali clausole *floor* (tasso minimo) o *PIK toggle* (facoltà di ripagare gli interessi in natura). La struttura di rimborso risulta priva di ammortamento (*bullet*) ed i *covenant* spesso sono dello stesso tipo di quelli applicati sul debito *first lien*, ma con parametri più accomodanti. Nell'evento di *default*, i creditori *second-lien* vengono rimborsati dopo i primi prenditori garantiti, ma prima dei creditori chirografari (*mezzanine, bond junior*).

UNITRANCHE

Il debito *unitranche* è una forma di finanziamento flessibile tipicamente utilizzato per finanziare i *buyout* e le acquisizioni di medie dimensioni. Esso consiste in un unico prestito in grado di unire le caratteristiche del *senior debt* e di quello subordinato tramite l'applicazione di un tasso d'interesse cd. *blended*, calcolato come la media ponderata tra l'IR sulle *tranche senior* e quelle *junior*. Questo semplifica notevolmente i processi e l'esecuzione, i quali vengono tipicamente affidati a fondi di *private debt*. La particolarità di questi prestiti è rappresentata dagli accordi tra i diversi soggetti finanziatori, che possono creare una struttura *first-out/last-out* con lo scopo di distribuire prioritariamente i rimborsi ad alcuni soggetti in caso di *default*: i *first-out lenders* accetteranno un tasso più basso in cambio di priorità di restituzione, mentre i *last-out lenders* richiederanno un tasso più alto ma saranno vincolati ad un debito subordinato. Il vantaggio per questi soggetti deriva, inoltre, dalla totale assenza di sindacazione, la quale elimina il problema dell'eventuale mancato collocamento. I fondi *unitranche*, infatti, adottano strategie *buy-and-hold*, mantenendo a bilancio il credito fino alla data di scadenza in cui verrà rimborsato il prestito tramite soluzione *bullet*. Questo risulta comunque anche un potenziale rischio, poiché la liquidità di questi titoli risulta quasi nulla: in caso di necessità di disinvestimento, i fondi difficilmente riusciranno a scaricare le posizioni senza sconti ingenti²⁵.

BRIDGE LOAN

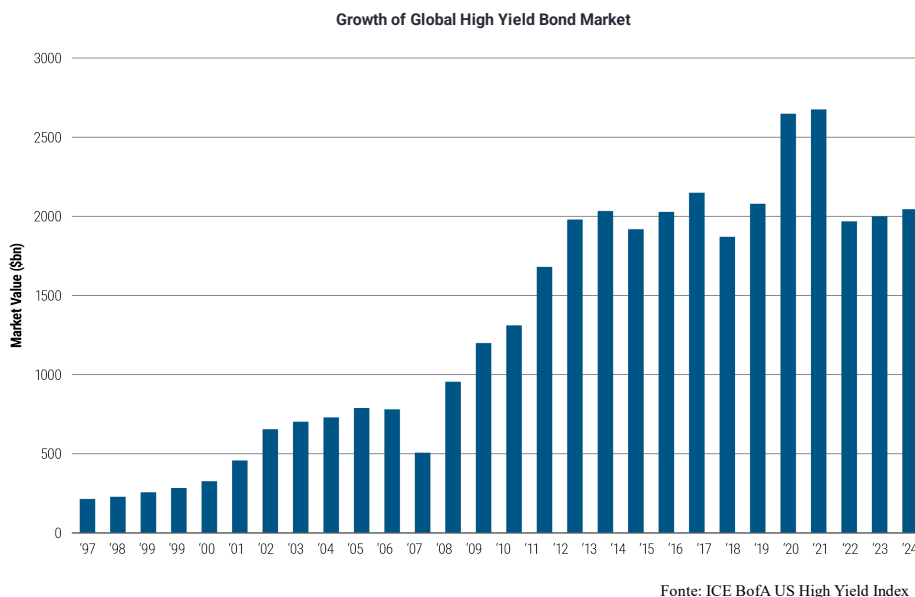
I finanziamenti *brige* (ponte) rappresentano un tipo di debito a breve termine concesso tipicamente da banche in attesa dell'erogazione di obbligazioni *high-yield* o altre *tranche* a più lungo termine. La caratteristica principale risulta la brevissima scadenza, dai 6 ai 12 mesi, alla fine dei quali la società dovrà avere la garanzia di erogazione degli altri strumenti di debito/*equity* per alimentare la chiusura del *buyout*. Una pratica spesso utilizzata in queste situazioni risulta il cd. *bridge to bond*, tramite cui la banca si impegna ad erogare

²⁵ M. Shelton, 2018: *Turning the middle market upside down: unitranche financing in U.S. middle market leveraged buyouts*.

l'ammontare necessario al momento dell'acquisizione ed in seguito, non appena l'obbligazione *high-yield* viene emessa, l'azienda userà i proventi del *bond* per ripagare il *bridge*. Questa pratica viene comunemente adottata nei pacchetti *LBO* più grandi in cui l'emissione obbligazionaria non può essere completata contestualmente al *closing* a causa di condizioni di mercato avverse.

HIGH YIELD BONDS

Le obbligazioni ad alto rendimento, spesso denominate anche *junk bonds* per il loro *rating* speculativo, costituiscono un'ulteriore fonte di debito subordinato collocato presso investitori istituzionali. Prima degli anni '80, i *corporate bond* considerati *speculative grade* rappresentavano obbligazioni che, al momento dell'emissione, erano considerate *investment-grade*, ma che in seguito ad un deterioramento del merito creditizio, avessero visto incrementare la loro probabilità di *default* (questo tipo di *bond* venne denominato "*fallen angel*"). A metà degli anni '80, il banchiere d'affari *Michael Milken* realizzò che i *fallen angels* venissero regolarmente prezzati meno di quanto effettivamente valessero. *Milken* e altri banchieri di *Drexel Burnham Lambert* decisero quindi di creare un nuovo tipo di obbligazione ad alto rendimento che fosse *speculative grade* già dalla sua data di emissione, andando ad alimentare, nel corso degli anni, numerosi *LBO* e *takeover* americani.



Gli *high-yield bonds* emessi in un *LBO* appartengono di norma alla categoria dei titoli a tasso fisso, con cedola determinata in base al *pricing* di mercato al momento dell'emissione, pagata semestralmente. Il capitale viene rimborsato in un'unica soluzione a scadenza, che si attesta normalmente attorno agli 8-10 anni dalla data di emissione. La società può tuttavia avere la facoltà di rimborsare anticipatamente le obbligazioni (cd. *call provision*) dopo un certo lasso temporale minimo, pagando un premio. Questa clausola protegge gli investitori iniziali da un rimborso eccessivamente anticipato, dando quindi flessibilità al debitore di rifinanziare a condizioni migliori qualora il suo merito di credito migliori negli anni. I *bond LBO* sono quasi sempre *unsecured* o, raramente, garantiti solo da partecipazioni azionarie. Ciò implica che, in un eventuale caso di *default*, i creditori verranno soddisfatti solo dopo tutti quelli garantiti. I *covenant* delle obbligazioni ad alto rendimento sono di tipo “*incurrence*” e non “*maintenance*”: non sono presenti, quindi, test finanziari periodici sul bilancio. Gli *HY bonds* includono però *covenant* di protezione degli obbligazionisti su operazioni di acquisto di nuovi *asset*, fusioni, cessioni di beni rilevanti, etc., e tipicamente richiedono un *change of control offer* (se la società cambia controllo di proprietà, deve offrire il riacquisto anticipato agli obbligazionisti al 101% del valore nominale).

Il vantaggio principale delle obbligazioni ad alto rendimento è da attribuirsi alla profondità del mercato per questi strumenti, specialmente negli U.S.: un *bond HY* può essere distribuito sul mercato dei capitali e raggiungere velocemente un grande numero di investitori, permettendo di raccogliere importi ingenti con *pricing* estremamente accurato, grazie all'elevata liquidità che caratterizza questo tipo di strumento di debito. In questo modo, il prezzo di mercato riflette costantemente la percezione del rischio della società, diventando un meccanismo di *feedback* continuo per gli investitori ed un incentivo al rigore per il *management*. Il principale limite tecnico di questi strumenti riguarda la loro struttura cedolare: presentando un *fixed coupon* ed una lunga scadenza, queste obbligazioni sono soggette al rischio di tasso: nel caso di un aumento dei *policy rates*, il loro prezzo calerà indipendentemente dal rischio di credito. Questo ha favorito l'entrata graduale nel mercato dei *leveraged loans* precedentemente discussi, i quali risultano generalmente più appetibili vista la loro facoltà di incorporare tassi variabili.

CAPITALE MEZZANINE

Con il termine *mezzanine financing* ci si riferisce a tutte le forme di finanziamento ibrido collocate tra il debito *senior* ed il capitale proprio, sia in termini di rischio che di priorità di rimborso. Il debito mezzanino assume tipicamente la forma di prestito subordinato con scadenza spesso uguale o superiore ai *bond*, con assenza di garanzie reali di primo o secondo grado, e spesso corredato da elementi di partecipazione al capitale come *warrant*, diritti di conversione o condizioni di interesse *PIK*. Il tasso d'interesse applicato risulta tipicamente elevato, e spesso l'*IRR* degli investitori viene realizzato tramite una combinazione di interessi in contanti, interessi capitalizzati e partecipazioni azionarie. Grazie a questo *mix* di clausole, un *LBO* di successo permette ai *mezzanine lenders* di incassare non solo gli ingenti interessi ma anche guadagni in conto capitale tramite l'esercizio della componente derivativa (il *warrant*) o tramite la rivendita delle azioni al momento dell'*exit*. All'interno della gerarchia dei crediti, il debito mezzanino si colloca nella posizione *junior*: di conseguenza, viene ripagato dopo tutti i creditori chirografari *senior* e prima solo dell'*equity*. Gli investitori in questa *asset class* spesso godono di diritti di controllo vicini a quelli che spettano agli azionisti: non è rara la negoziazione del diritto di nomina di un osservatore nel Cda, insieme al diritto di veto su alcune decisioni strategiche. Questi vantaggi per i prestatori di fondi si traducono tuttavia in potenziali limitazioni dell'*upside* per lo *sponsor*, il quale dovrà cedere parte del rendimento dell'*equity* nel caso in cui i derivati vengano esercitati. Il debito mezzanino, inoltre, pur essendo un'importante fonte di capitale per lo sviluppo a lungo termine, presenta un costo molto elevato, anche in grado di toccare picchi del 20% di interessi annui. Un aspetto su cui risulta debito soffermarsi riguarda inoltre il potenziale azzardo morale che la presenza dei *warrant* può generare: lo *sponsor* potrebbe perseguire strategie in grado di massimizzare il suo ritorno sull'*equity*, ma potrebbe volutamente decidere di non aumentare l'*entreprise value*, da cui dipende il valore dei *warrant mezzanine*, o addirittura assumere rischi eccessivi essendo a conoscenza della loro subordinazione nella struttura di finanziamento. Negli ultimi anni la presenza di nuovi strumenti come *second lien* e prestiti *unitranche* hanno eroso il campo del debito *mezzanine*, il quale risulta comunque utilizzato

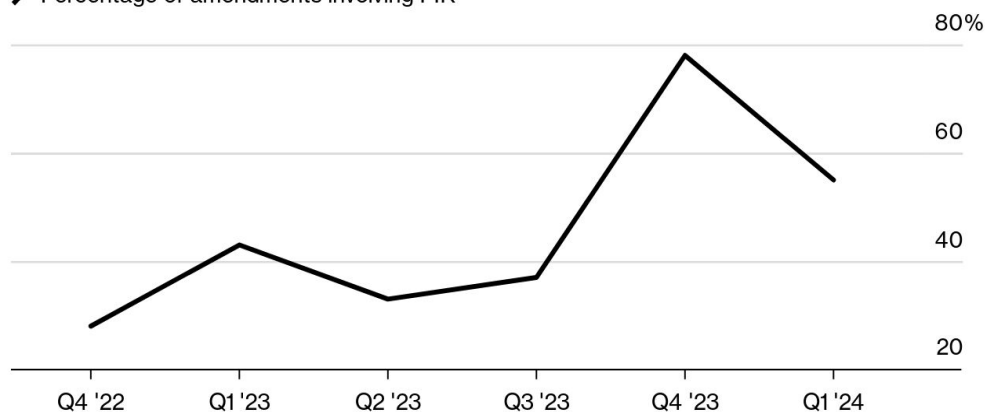
nelle transazioni di piccole-medie dimensioni sature di debito bancario/istituzionale e impossibilitate all'accesso al mercato obbligazionario *high yield*.

HOLDCO PIK

Un *PIK loan* appartiene alla tipologia di finanziamenti in cui gli interessi dovuti non vengono pagati periodicamente in contanti, bensì corrisposti sotto forma di ulteriori strumenti di debito (*in kind*, dello stesso genere) con identiche caratteristiche. Questi compaiono solitamente come componenti fortemente subordinate della struttura finanziaria, spesso a livello della *holding* (da qui, *holdco PIK*), ed inevitabilmente comportano la formazione di un *debt package* aggressivo, poiché contribuiscono fortemente all'aumento della leva vista la stratificazione degli interessi che si va a sostituire agli esborsi in contanti.

More European Private Credit Borrowers Turn to PIK

Percentage of amendments involving PIK



Source: Lincoln International

Bloomberg

I finanziamenti tramite *PIK* possono essere strutturati in tre modalità principali: (i) *true PIK*, in cui tutti gli interessi vengono capitalizzati e aggiunti al valore nominale, (ii) *pay if you can*, dove gli interessi sono pagati solo nel caso in cui certi *ratios* finanziari vengano raggiunti: quando questo non è possibile, l'interesse viene accumulato e aggiunto come nel

caso di un *true PIK*; (iii) *PIK toggle*, grazie al quale la società può decidere di pagare gli interessi in contanti, in natura tramite l'emissione di ulteriori *bond* o prestiti, o una combinazione delle due. I sottoscrittori di questi strumenti sono investitori istituzionali specializzati (spesso fondi opportunistici e *hedge fund*), disposti a garantire finanziamenti con rendimenti estremamente alti che rispecchiano il massimo rischio di *default*. I rendimenti derivanti da strumenti *PIK* sono quindi sia limitati nell'*upside* che potenzialmente illimitati nel *downside*.

2.4. Il ruolo degli strumenti di *equity* per l'acquisizione

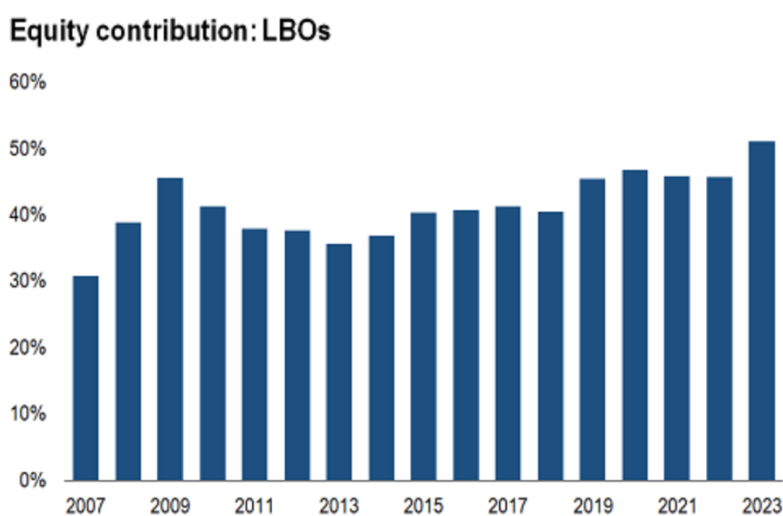
La porzione residuale del capitale utilizzato per l'acquisizione viene finanziata tramite un apporto di *equity*. Questa componente della struttura finanziaria non è monolitica, bensì può articolarsi in diverse classi e strumenti, dalle azioni ordinarie e privilegiate a strumenti ibridi, *warrant*, *stock options* e meccanismi di *rollover equity*. Di seguito si analizzano i principali strumenti di *equity* impiegati nei *leveraged buyouts*, con un *focus* sulle loro caratteristiche tecniche e le loro maggiori funzioni.

AZIONI ORDINARIE

Le azioni ordinarie o *common equity* rappresentano la quota di capitale di rischio investita dal fondo di *private equity* ed i co-investitori nel *LBO*. Esse, come è stato evidenziato precedentemente, sono subordinate a tutti gli altri strumenti e costituiscono quindi la *tranche* più rischiosa ma anche quella con il potenziale rendimento più elevato, fornendo quindi un cuscinetto di assorbimento delle perdite per i creditori e, allo stesso tempo, migliorando il profilo di rischio dell'operazione. Per spiegare come le azioni ordinarie costituiscano un *buffer* fondamentale, immaginiamo che lo *sponsor* contribuisca con il 30% di capitale proprio ad una data operazione: i creditori sono rassicurati dal fatto che *l'enterprise value (equity value + debito netto, nella sua forma più semplificata)* dovrebbe subire un declino del 30%

rispetto al prezzo di acquisto prima che il loro investimento possa considerarsi a rischio. Gli *sponsor*, inoltre, potrebbero decidere di immettere volontariamente un alto volume di *common equity* nel caso in cui pianifichino di emettere debito incrementale ad una data futura per finanziare acquisizioni o iniziative di crescita per la società *target*. Per *LBO* di grandi dimensioni, molteplici *sponsors* possono co-operare per creare un consorzio di acquirenti, riducendo di conseguenza il valore delle singole contribuzioni (cd. *club deal*).

La percentuale da destinare al *common equity* rispetto al totale della struttura dipende dall'ammontare di debito programmato che andrà a gravare sul *target*, ma anche dal tipo di società e dal multiplo di prezzo d'acquisto pagato. Nei primi anni 2000, durante il periodo di esplosione del numero di transazioni ad alta leva, i mercati finanziari hanno assistito alle più modeste *equity contributions* nella storia, in alcuni casi pari a solo il 20% dell'intera *capital structure*. Negli ultimi 10 anni la possibilità per i fondi di *PE* di ottenere rendimenti elevati tramite contribuzioni relativamente irrisorie è gradualmente diminuita di pari passo con l'aumento della stretta creditizia, che ha raggiunto il picco nel 2023, dove, in media, l'apporto di *common equity* ha raggiunto valori pari al 51%²⁶ del prezzo d'acquisto.



Fonte: Pitchbook

²⁶ PitchBook (2025) *LBO report: Sponsor equity contributions top 50%, yields soar as deal financing costs remain high*. Seattle, WA: PitchBook Data, Inc. Available at: <https://pitchbook.com/news/articles/lbo-report-sponsor-equity-contributions-top-50-yields-soar-as-deal-financing-costs-remain-high#:~:text=In%202023%2C%20equity%20contributions%20for,than%20half%20the%20funding%20mix.>

AZIONI PRIVILEGIATE

Le azioni privilegiate sono uno strumento finanziario con diritti preferenziali su dividendi e distribuzioni rispetto alle azioni ordinarie. In un *LBO*, può essere creata una classe di azioni privilegiate per fornire agli investitori un rendimento fisso e prioritario, combinando, in alcuni casi, anche caratteristiche tipiche del debito all'interno del capitale di rischio, godendo però di una classificazione come *equity* da parte delle agenzie di *rating*. Questo tipo di azioni paga normalmente un dividendo fisso, talvolta cumulativo, e vanta priorità di rimborso su quelle ordinarie. Ciò consente allo *sponsor* o ad eventuali co-investitori di ottenere un rendimento minimo garantito, riducendo il generale rischio dell'investimento. Il fondo può, per esempio, strutturare parte del proprio investimento sotto forma di *preferred stock* con dividendo fisso, anche di tipo *PIK*, che si accumula nel tempo. In scenari avversi, l'azione privilegiata assicura un recupero prioritario, poiché il dividendo accumulato deve essere rimborsato prima che le azioni ordinarie ricevano i proventi, mentre in scenari positivi il titolare partecipa comunque alla creazione di valore. Tali azioni migliorano la gestione del rischio per l'investitore, pur essendo contabilmente considerate capitale e di conseguenza non aggravano i rapporti di indebitamento. Inoltre, l'uso di *preferred equity* può essere un importante catalizzatore per ottimizzare la struttura finanziaria: i dividendi *PIK*, infatti, evitano esborsi di cassa durante il periodo di detenzione della società in portafoglio, alleviando la pressione finanziaria gravante su quest'ultima.

Gli operatori di *private equity* e altri emittenti *leveraged* negli ultimi anni hanno fatto uso massiccio di un particolare tipo di *equity* privilegiata con caratteristiche simili al debito (*debt-like*). A differenza delle tradizionali azioni privilegiate convertibili, questo tipo di *preferred stock* in genere non partecipa all'eventuale *upside* (a meno che non siano abbinati a *warrant* o ad un co-investimento in azioni ordinarie). Questi strumenti si distinguono anche da altri prodotti di credito per il più ampio diritto a ricevere informazioni (ad esempio il diritto di avere un osservatore in consiglio o report finanziari mensili). Le azioni privilegiate "*debt like*" sono generalmente progettate per rispecchiare altri prodotti di credito e contengono alcune caratteristiche simili, che possono includere un tasso di dividendo fisso o variabile, uno sconto sul valore nominale, una *call provision* applicabile sia ai rimborsi opzionali sia a

quelli obbligatori, o dei *covenants* positivi e negativi²⁷. Questo tipo di *equity* fornisce un ulteriore strumento soprattutto per investimenti di maggiore entità, acquisizioni di società in portafoglio, ricapitalizzazioni con dividendi e altre situazioni in cui lo *sponsor* altrimenti non riuscirebbe a colmare adeguatamente il *gap* nella struttura finanziaria con le azioni ordinarie. Viene tipicamente erogato da fondi di *private debt* che negli scorsi anni si erano concentrati esclusivamente sulla porzione *senior* della struttura di capitale. Questo tipo di strumento offre a tali investitori istituzionali un'ulteriore via per impiegare capitale in strumenti a rendimento più elevato o addirittura per proporre soluzioni di finanziamento “*packaged*”, in combinazione con un'altra forma di capitale *junior* (ad esempio un prestito secondario o *high-yield*)²⁸.

STOCK OPTIONS

Le *stock options* assegnate al *management* sono uno strumento chiave per l'allineamento degli incentivi tra i dirigenti e l'investitore finanziario nell'LBO. Questi contratti conferiscono ai *manager* il diritto di acquistare in futuro quote azionarie della società a un prezzo prefissato, normalmente pari al valore iniziale delle azioni al momento del *buyout*, permettendo un guadagno solo se il valore dell'azienda cresce oltre tale prezzo di esercizio. In sostanza, il *management* verrà ricompensato in modo significativo solo in caso di successo dell'operazione, vedendo il valore delle proprie opzioni trasformarsi in *equity* ad elevato *payoff*. Ad esempio, se ai dirigenti sono state concesse opzioni con *strike price* di \$10 per azione (pari al prezzo pagato dal fondo) e al momento dell'exit ogni azione vale \$25, i *manager* potranno esercitare le opzioni acquistando azioni per \$10 l'una e rivenderle a \$25, ottenendo \$15 di *upside* per azione. Questo profitto (nell'esempio, \$15 milioni su 1 milione di opzioni) viene detratto dai proventi che altrimenti sarebbero spettati interamente al fondo, riducendo leggermente l'*IRR* del fondo di *private equity* ma aumentando esponenzialmente il *payoff* per il *management*, creando uno schema di incentivo efficace. In altri termini, le opzioni fanno sì che i gestori partecipino all'apprezzamento incrementale dell'*entreprise*

²⁷ Thomson Reuters (2022) 'Preferred equity as a growing part of acquisition finance for financial sponsors', *The M&A Lawyer*, 26

²⁸ Latham & Watkins LLP (2022) *How to avoid the preferred equity pitfalls*. Available at: <https://www.lw.com/en/admin/upload/SiteAttachments/how-to-avoid-pref-equity-pitfalls.pdf>

value: una volta garantito almeno il rimborso del debito e un ritorno base per lo *sponsor*, ogni ulteriore aumento di valutazione beneficia in parte i gestori della società, stimolandoli a massimizzare il valore dell'azienda. Nella pratica, è comune riservare un pool di *stock option* pari a circa il 5-10% del capitale azionario *post-deal*.

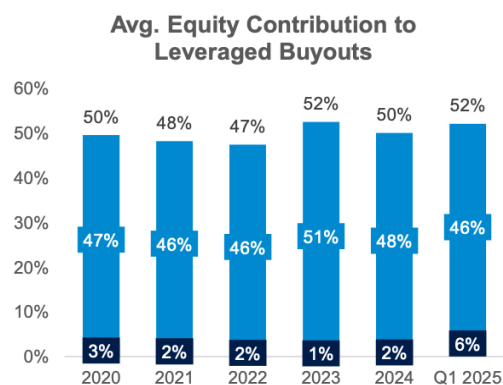
WARRANT

I *warrant* appartengono alla categoria degli strumenti derivati emessi dalla società *target* (o dalla *newco* veicolo) che conferiscono al detentore il diritto di acquistare azioni della società ad un prezzo prestabilito, definito *strike price*, entro una determinata scadenza. A differenza delle *stock option*, che sono contratti tipicamente destinati a soggetti interni come dipendenti e *manager*, i *warrant* sono strumenti negoziabili offerti a finanziatori, obbligazionisti ed investitori istituzionali come incentivo aggiuntivo. In termini di funzione, essi aumentano il potenziale di rendimento complessivo per i finanziatori oltre i soli interessi, legando una parte del loro *payoff* al successo dell'impresa, allineando in parte gli interessi dei creditori con quelli dello *sponsor*. Nel contesto dei *LBO*, i *warrant* vengono spesso utilizzati come “*sweetener*” per rendere più appetibile l'operazione agli occhi degli investitori, inducendoli a sottoscrivere finanziamenti a condizioni più vantaggiose di quelle che praticerebbero in assenza di *upside* azionario. In pratica, concedendo ai finanziatori la possibilità di partecipare alla futura crescita del valore aziendale attraverso l'esercizio dei *warrant*, lo *sponsor* può ottenere un costo del debito inferiore o colmare un *gap* di valutazione²⁹. Questi strumenti non danno diritto a dividendi o voto (almeno finché non verranno esercitati), ma solo ad un potenziale guadagno futuro legato al prezzo azionario.

²⁹ American Bar Association, Business Law Section (2021). Sweetening the deal: Using warrants to get the deal done. Available at: https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2021-october/sweetening-the-deal/

ROLLOVER EQUITY

Un ulteriore elemento caratteristico di molti *LBO* è il *rollover equity*, ossia il reinvestimento da parte dei precedenti azionisti (tipicamente il *management* o i soci venditori) di una parte della propria partecipazione nella nuova società risultante dall'acquisizione. Invece di monetizzare interamente le azioni possedute al momento del *buyout*, i precedenti gestori/proprietari possono convertire le loro vecchie azioni in *common stock* della *newco* veicolo, mantenendo così una quota di proprietà nell'impresa in seguito al *buyout*.



Fonte: Pitchbook

Questo meccanismo comporta che il fondo di *private equity* paghi meno denaro anticipatamente, e al contempo che il *management* rimanga investito con una partecipazione significativa. Ciò, di nuovo, allinea fortemente gli incentivi: i *manager* condividono il rischio finanziario dell'operazione avendo capitale proprio coinvolto che potrebbe perdere valore se le *performance* si rivelassero deludenti, e beneficerebbero proporzionalmente dell'apprezzamento futuro dell'azienda, avendo quindi motivazione diretta ad efficientare e migliorare i processi aziendali. In generale, il *rollover equity* massimizza quella che in gergo viene nominata “*skin in the game*” del *management* e spesso si affianca o si combina ai piani di *stock option* descritti sopra: se i *manager* reinvestono molto capitale proprio, il bisogno di grandi concessioni di opzioni (*option grants*) può ridursi, mentre se non dispongono di azioni

da reinvestire, il fondo può compensare con un un maggior numero di derivati³⁰ concessi ai dirigenti.

2.5. Conclusioni

L'analisi condotta sul complesso delle linee di credito e degli strumenti di *equity* impiegati in un'operazione di *leveraged buyout* evidenzia come la struttura finanziaria costituisca il motore del *leverage*, ma anche l'architettura che governa i rapporti di rischio e rendimento tra i diversi stakeholder. Da un lato, il finanziamento a debito si configura come leva indispensabile per massimizzare il ritorno sull'investimento azionario, grazie alla deducibilità fiscale degli oneri finanziari e alla possibilità di ottimizzare il costo medio ponderato del capitale. Dall'altro, la componente di *equity* apportata congiuntamente da fondi di *private equity* e *management* fornisce il buffer patrimoniale necessario a sostenere il grado di indebitamento prescelto ed allinea gli incentivi manageriali agli obiettivi di creazione di valore a lungo termine, mitigando i conflitti di agenzia tipici delle società pubbliche.

Le sinergie tra finanziamento del debito ed *equity* contribuiscono alla definizione di un percorso di *de-leveraging* graduale che porti, al momento dell'*exit*, ad un ritorno sul capitale investito in linea con le attese di uno *sponsor*. La robustezza della struttura finanziaria, infine, si traduce in una maggiore resilienza in fasi di mercato avverse e in una capacità di reazione più tempestiva di fronte a *shock* idiosincratici, grazie alla flessibilità delle linee di credito rinnovabili e alla possibilità di ricorrere a rifinanziamenti strutturati. In definitiva, la costruzione del *funding mix* non è un semplice esercizio di massimizzazione della leva, ma un delicato bilanciamento tra costi finanziari, vincoli contrattuali, profilo di rischio e meccanismi incentivanti. In questo modo sarà possibile realizzare un'operazione che produca non solo un alto rendimento, ma che sia anche sostenibile nel tempo ed in grado di supportare la crescita dell'azienda *target*.

³⁰ Ropes & Gray LLP (2025) U.S. Private Equity Market Recap. Boston, MA: Ropes & Gray LLP. Available at: <https://www.ropesgray.com/en/insights/alerts/2025/07/us-pe-market-recap>

3. PERFORMANCE POST-ACQUISIZIONE E STRATEGIE DI EXIT

3.1. Introduzione

Dal punto di vista dell'investitore finanziario, il successo dell'operazione di *LBO* viene misurato principalmente in termini di tasso interno di rendimento (*Internal Rate of Return, IRR*) ottenuto sull'investimento in *equity*. La letteratura³¹ ha dimostrato che il rendimento per i *partners* dei fondi *LBO* è determinato sia dai progressi operativi conseguiti nella società partecipata, sia dalla crescita dei multipli di valutazione al momento dell'uscita. L'efficienza gestionale, la crescita e le condizioni di mercato risultano quindi dei determinanti fondamentali per le sorti della società *target* in seguito alla sua acquisizione. Questo capitolo esamina la *performance post-leveraged buyout* dal punto di vista dello *sponsor*, focalizzandosi dapprima sull'*IRR* come misura di rendimento e sulla sua scomposizione analitica, per poi discutere le diverse strategie di *exit* attraverso cui il fondo mette in atto la creazione di valore, come la cessione dell'azienda, la quotazione in borsa oppure la ricapitalizzazione con dividendi.

3.2. Tasso interno di rendimento

Il tasso interno di rendimento (*Internal Rate of Return, IRR*) è la misura *standard* con cui i fondi di *private equity* valutano la redditività di un investimento in una società partecipata. In termini tecnici, esso rappresenta il tasso di sconto che eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa in entrata di un progetto al valore attuale dei flussi in uscita, ovvero è quel tasso che

³¹ Guo, S., Hotchkiss, E.S. and Song, W. (2011) 'Do buyouts (still) create value?', *The Journal of Finance*, 66

rende nullo il valore attuale netto dei *cashflow* dell'investimento. In un *LBO*, i flussi di cassa rilevanti dal punto di vista dell'azionista includono l'esborso iniziale di *equity*, eventuali incassi intermedi come dividendi o interessi su strumenti ibridi, ed il ricavo finale di disinvestimento. L'*IRR* sintetizza quindi in un singolo valore sia l'entità sia la tempistica dei ritorni ottenuti dall'operazione: flussi di cassa elevati ricevuti nelle prime fasi, per esempio, incrementano l'*IRR*, mentre gli stessi incassi ottenuti più tardi producono un *IRR* inferiore, poiché questo premia la realizzazione anticipata dei ritorni. Formalmente, se V_f è il valore finale realizzato dall'investitore e V_i il capitale inizialmente investito, su un orizzonte di n anni, l'*IRR* si può stimare approssimativamente come

$$IRR \approx \left(\frac{V_f}{V_i} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

ossia come il tasso annuo implicito nell'investimento realizzato.

L'*IRR* viene preferito al semplice multiplo di *exit* perché tiene conto del fattore temporale e del costo opportunità del capitale. I fondi di *private equity*, dovendo remunerare i propri *LP* e *GP* per il rischio e la bassa liquidità dell'investimento, in genere fissano soglie obiettivo in grado di sovraperformare gli indici azionari e di compensare le alte commissioni applicate: tipicamente un *target* minimo considerato attraente si attesta attorno al 20% annuo. Storicamente, questo rendimento obiettivo si radica nei rendimenti straordinari conseguiti dai primi *leveraged buyout* negli anni Ottanta e Novanta, che superarono spesso il 30% annuo. Con la maturazione del mercato e la proliferazione dei *buyout funds*, le aspettative si sono ridimensionate, stabilizzandosi intorno al 20–25%. Già a fine anni Novanta tale soglia venne istituzionalizzata come *benchmark* implicito, anche attraverso la retorica del “2 and 20”, la quale prevede il raddoppio del capitale in un ciclo di fondo e *IRR* annuo del 20%. Circa metà dei gestori globali di *private equity*, infatti, dichiara un *IRR* netto target compreso tra il 20% e il 25%³².

³² Gompers, P., Kaplan, S.N. and Mukharlyamov, V. (2015) ‘What do private equity firms say they do?’, *Journal of Financial Economics*, 121

Dal punto di vista finanziario, l'uso del debito nell'operazione incide sensibilmente sull'*IRR*, poiché l'effetto leva ha il potere di amplificare il rendimento dell'*equity* sia in positivo che in negativo: a parità di altre condizioni, un maggiore indebitamento iniziale può far crescere il tasso di rendimento in caso di esito favorevole, ma accentua anche il rischio di incorrere in perdite se l'operazione performa al di sotto delle attese, aumentando la potenziale volatilità dei profitti per lo *sponsor*. Questa dinamica è legata al fatto che il debito deve essere rimborsato insieme agli interessi prima che l'azionista possa realizzare il proprio ritorno: se l'azienda *post-LBO* genera flussi di cassa sostenuti e incrementa il proprio valore, l'effetto leva consentirà di ottenere un *IRR* molto più alto sul capitale proprio impiegato grazie all'uso di capitale di terzi a costo fisso; di converso, in caso di andamento deludente, l'onere del debito può erodere o azzerare il rendimento per l'*equity*. Dunque, l'*IRR* in queste operazioni è strettamente legato alla struttura di capitale adottata e alla capacità dell'azienda di sostenere il debito durante il periodo di *holding*.

Malgrado la sua diffusione, l'utilizzo acritico dell'*IRR* come misura di *performance* e del 20% come valore obiettivo ha attirato numerose critiche da parte di accademici e professionisti, che ne evidenziano potenziali distorsioni e problemi di trasparenza. Per prima cosa, l'*IRR* si presenta come un rendimento "*money-weighted*", ossia fortemente influenzato dal *timing* dei flussi di cassa. Ciò significa che può essere incrementato o ridotto notevolmente a seconda del momento in cui il fondo richiama il capitale ed effettua distribuzioni agli investitori. Se un gestore, per esempio, impiega solo una parte ridotta del capitale impegnato e riesce a restituirla rapidamente con profitto, potrebbe mostrare un *IRR* elevato pur avendo impegnato meno capitale, per meno tempo. Viceversa, un fondo che investe la totalità del capitale e lo tiene impegnato per più anni potrebbe generare un *IRR* più basso ma su una base di capitale maggiore. Ipoteticamente, due fondi, che chiameremo A e B, potrebbero entrambi restituire il 150% del capitale investito, ma se il fondo A è in grado di restituirlo in 5 anni investendo solo metà dei fondi inizialmente sottoscritti, mentre il fondo B riesce a distribuirlo in 7 anni ma investendo quasi tutto il capitale, l'*IRR* del fondo A risulterà molto superiore a quello del fondo B, pur avendo quest'ultimo creato maggior valore assoluto per gli investitori. In altre parole, un *IRR* puramente espresso in forma percentuale

non informa l'investitore su quanti euro effettivi sono stati guadagnati, a meno di considerare anche la proporzione di capitale impiegata e l'*holding period*³³. Inoltre, l'*IRR* assume teoricamente che i flussi di cassa intermedi vengano reinvestiti allo stesso tasso di rendimento, un'ipotesi spesso irrealistica e fuorviante, specie se i *cashflow* avvengono in momenti in cui non esistono opportunità comparabili per reinvestire al 20% annuo. Una conseguenza pratica di queste caratteristiche è che l'*IRR* può essere manipolato in modo opportunistico dai *GPs*, restando tuttavia all'interno dei limiti imposti dalla legge. Un esempio esplicativo di questo fenomeno è stato esplorato in uno studio³⁴ che dimostra come molti fondi moderni utilizzino estensivamente linee di credito ponte (le cosiddette *subscription credit lines*) per ritardare il momento in cui richiedono effettivamente i fondi ai loro sottoscrittori, finanziando inizialmente gli investimenti con debito a breve termine, per poi emanare le *capital calls* verso i *LPs* alcuni mesi dopo. Questa tecnica riduce il periodo durante il quale il capitale degli investitori risulta effettivamente impiegato, con il risultato di incrementare artificialmente l'*IRR* del fondo senza modificare i rendimenti in termini di multiplo di capitale. Lo studio empirico sopra citato ha quantificato l'impatto di questa pratica nel campione preso in considerazione: l'utilizzo di queste linee di credito può innalzare il tasso di rendimento di un fondo mediamente di oltre sei punti percentuali rispetto allo scenario in cui il capitale fosse stato richiamato immediatamente, mentre il multiplo totale rimane invariato o addirittura diminuisce leggermente. L'*IRR* premia quindi la rapidità e la concentrazione temporale dei ritorni, il che può condurre ad incentivi distorti ed alla realizzazione del cd. *quick flip*, consistente nella rivendita dell'azienda partecipata dopo breve tempo al fine di ottenere un alto *IRR*, anziché puntare ad una crescita maggiore ma più lenta e distribuita nel tempo.

Risulta quindi evidente la necessità di affiancare all'*IRR* altre metriche che ne completino il ruolo, mitigandone le distorsioni informative. Come afferma *Phalippou* nel suo studio, non esiste un sostituto ideale dell'*IRR*, ma gli investitori dovrebbero comprendere

³³ Phalippou, L. (2024) 'The tyranny of IRR', *Journal of Applied Corporate Finance*, 36

³⁴ Albertus, J.F. and Denes, M.R. (2019) 'Distorting private equity performance: The rise of fund debt', *Journal of Financial Economics*, 132

che quest'ultimo non equivale al *ROI*, ed andrebbe invece sempre contestualizzato insieme ad alcune metriche alternative come:

- *MOIC (Multiple on Invested Capital)*: mette in relazione le distribuzioni ed il valore residuo del fondo con il capitale totale chiamato dagli investitori.

Questa metrica presenta il vantaggio di essere priva di qualsiasi dimensione temporale esplicita che porterebbe a distorsioni legate al tempismo dell'incasso dei *cashflow*. Formalmente, il *MOIC* risulta pari alla somma tra le distribuzioni cumulate ed il valore residuo netto del fondo, divisa per il capitale versato. Spesso il *MOIC* può essere a sua volta scomposto in altri due termini, il *DPI* ed il *RVPI*.

- *DPI*: uguale al multiplo di capitale effettivamente realizzato (*cash* distribuito su *cash* versato)
 - *RVPI*: costituisce il multiplo sull'attivo residuo non ancora distribuito
-
- *MIRR (Modified Internal Rate of Return)*: aggiusta il tasso di reinvestimento dei flussi intermedi, superando l'ipotesi irrealistica di reinvestire al medesimo *IRR*. Nel calcolo del *MIRR* si assume che: (i) i flussi di cassa positivi generati vengano reinvestiti non al tasso interno di rendimento, ma ad un tasso esogenamente definito, per esempio il costo del capitale dell'investitore: (ii) i flussi negativi possono essere scontati ad un tasso di finanziamento che riflette il costo opportunità o il costo del debito del fondo. In questo modo il *MIRR* produce un unico tasso di rendimento che tiene conto in modo più realistico delle opportunità di impiego dei flussi distribuiti.
-
- *PME (Public Market Equivalent)*: si riferisce ad una famiglia di metodologie che confrontano i flussi di cassa di un fondo con quelli ipotetici che si sarebbero ottenuti investendo gli stessi importi, nello stesso momento, in un indice pubblico come l'*S&P 500* o il *MSCI World*. Il metodo maggiormente accreditato appartiene ad uno studio

di Kaplan e Schoar (2005)³⁵ che calcola il rapporto tra il valore attuale scontato di tutte le distribuzioni di un fondo ed il valore attuale di tutti i contributi, usando come tasso di sconto i rendimenti di un indice pubblico di riferimento, sfatando in molti casi il mito del mercato extra rendimento di alcuni fondi di *private equity*.

- *IRR “look through”*: rappresenta il tasso di rendimento al netto degli effetti di leva temporanea garantiti dalle linee di credito “ponte”. L’*ILPA*, nel 2017, ha infatti emanato alcune linee guida³⁶ sulla trasparenza delle *subscription facilities*, raccomandando la disclosure dell’*IRR unlevered*, definito come “il tasso di rendimento se il fondo non avesse utilizzato la linea di credito e avesse invece chiamato il capitale immediatamente”.
- Scomposizione di *Dupont* dell’*IRR*: costituisce la metodologia in grado di scomporre il rendimento in più termini, come crescita organica, miglioramento operativo, espansione dei multipli di uscita ed effetto leva finanziaria, con il fine di determinare la contribuzione di ciascuna componente alla riuscita dell’operazione di *buyout*. Vista la sua rilevanza accademica e pratica, il seguente paragrafo si soffermerà su quest’ultima metodologia.

3.3. Strategie di exit

Molti *sponsor* hanno l’obiettivo di monetizzare o di uscire dal loro investimento dopo circa cinque anni al fine di garantire adeguati ritorni ai loro *partners*. Le modalità di realizzo

³⁵ Kaplan, S.N. and Schoar, A. (2005) ‘Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows’, *The Journal of Finance*, 60

³⁶ Institutional Limited Partners Association (ILPA) (2017) Considerations and best practices for limited and general partners. Washington, DC: ILPA. Available at: <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2017/06/ILPA-Subscription-Lines-of-Credit-and-Alignment-of-Interests-June-2017.pdf>

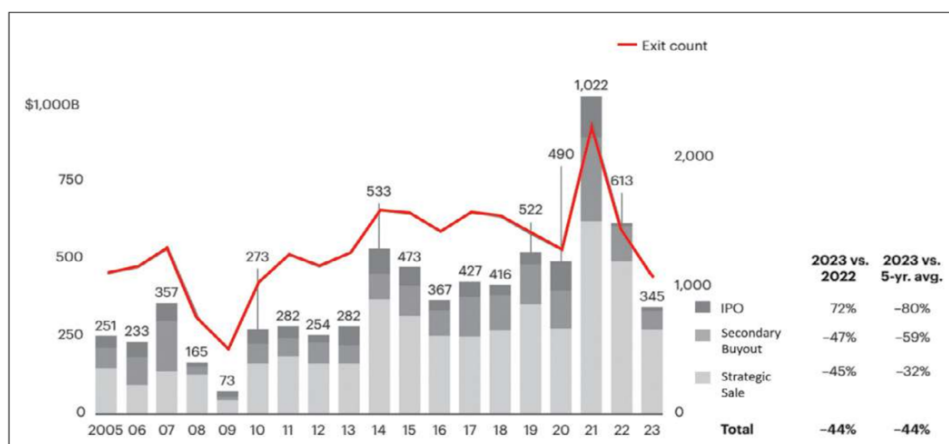
tradizionalmente possibili sono tre: (1) vendita dell'azienda (ad un acquirente strategico industriale oppure ad un altro investitore finanziario), (2) quotazione in borsa (*IPO*) con successiva dismissione graduale delle quote, oppure (3) ricapitalizzazione a scopo di dividendo (*dividend recap*), cioè un rifinanziamento dell'azienda volto a distribuire liquidità ai soci. Ciascuna di queste opzioni presenta caratteristiche, tempistiche e rischi differenti, e la scelta dell'*exit* dipende sia dalle condizioni interne dell'azienda sia dalle condizioni di mercato. Contrariamente ad una visione semplicistica secondo cui l'*IPO* sarebbe sempre l'uscita "ottimale" o più prestigiosa, fonti accademiche³⁷ dimostrano che i fondi di *PE* risultano estremamente pragmatici e approfittano delle diverse opportunità offerte dai mercati: l'opzione di *exit* che massimizza il valore può variare a seconda delle condizioni di mercato prevalenti, come le valutazioni azionarie, la disponibilità di compratori strategici o l'andamento del mercato del credito. Negli ultimi decenni, ad esempio, si è assistito ad un forte aumento delle vendite ad altri fondi (cd. *secondary buyout*): lo studio di *Jenkinson e Sousa* (2015) ha rilevato che il 40% delle *exit* in Europa nel 2015 sia avvenuto tramite cessione della società da un fondo *PE* ad un altro, segnalando degli indubbi vantaggi rispetto alla quotazione o alla vendita ad un acquirente industriale. Di seguito passiamo in rassegna le tre categorie di *exit* principali.

3.3.1. Vendita del *business*

La vendita dell'azienda rappresenta la forma più immediata di *exit*, poiché il fondo cede la propria partecipazione (totale o parziale) ad un altro soggetto. L'acquirente può essere strategico, come un'impresa operante nello stesso settore interessata alle eventuali sinergie industriali, oppure un altro investitore finanziario, tipicamente un diverso fondo di *private equity* (*secondary buyout*). In molti casi risulta preferibile l'*exit* tramite *trade sale*, ossia la vendita ad un attore industriale del settore, poiché tali acquirenti potrebbero essere

³⁷ Jenkinson, T. and Sousa, M. (2015) 'What determines the exit decision for leveraged buyouts?', *Review of Financial Studies*, 28

maggiormente inclini a riconoscere valutazioni più generose, in grado di incorporare eventuali sinergie future dovute, per esempio, ad un'integrazione di prodotti, ad un ampliamento di quota di mercato, o a semplici economie di scala. Negli altri casi, il fondo può optare per la vendita ad un altro *sponsor* interessato a proseguire nel percorso di crescita dell'azienda. Dal punto di vista del venditore, la cessione diretta ha il vantaggio di realizzare un'uscita completa ed immediata, prevedendo l'incasso in un'unica soluzione del corrispettivo, liquidando la propria posizione al 100% (al netto di eventuali *rollover* minoritari). Questo distingue questo tipo di strategia di *exit* dall'*IPO*, in cui la dismissione avviene gradualmente. Inoltre, i processi di vendita *one-to-one* possono talvolta concludersi più rapidamente di un percorso di quotazione, che richiede preparazione, ingenti risorse, giusto tempismo ed importanti obblighi di *compliance*. Lo studio di *Jenkinson e Sousa* ha analizzato le determinanti di scelta tra vendita ed *IPO*, trovando che i fondi tendono a privilegiare la vendita (sia *trade sale* che *secondary*) in quanto le condizioni di mercato per le *IPOs* dei primi anni *post*-crisi finanziaria sono risultate tutt'altro che ottimali in termini di incertezza ed interesse dei sottoscrittori. La vendita del *business* resta quindi la via di uscita più comune e spesso più sicura, consentendo al fondo di cristallizzare il valore creato evitando l'incertezza dei mercati azionari, e di trasferire l'intera partecipazione in tempi brevi. Naturalmente, l'esito economico dipende dalla valutazione raggiunta in fase di negoziazione: per questo motivo, i fondi cercano spesso di realizzare le *exit* in concomitanza con fasi del ciclo economico caratterizzate da multipli elevati, oppure preparano parallelamente un processo definito in gergo *dual-track*, ossia un piano di possibile *IPO* alternativa per massimizzare le opzioni disponibili. Il grafico sottostante rappresenta



Global Buyout Exits of PE firms

Fonte: Bain & Company

l'andamento delle *exit* da *leveraged buyouts* realizzate dalle società di *private equity* a livello globale dal 2005 al 2023. Nel lungo periodo si nota un'evoluzione ciclica, con fasi di espansione e contrazione legate alle condizioni macroeconomiche e finanziarie. Dopo un primo calo pronunciato in corrispondenza della crisi del 2008-2009, il mercato ha vissuto una fase di recupero costante fino a raggiungere un picco nel 2021, quando sia il numero di operazioni che il loro valore complessivo hanno toccato massimi storici.

Tuttavia, già nel 2022 si è registrata una contrazione proseguita nel 2023, punto di svolta negativo per il settore. In quell'anno, il valore complessivo delle *exit* è sceso a circa 345 miliardi di dollari, con un calo del 44% rispetto al 2022 ed un'analoga riduzione rispetto alla media degli ultimi cinque anni. Il numero di operazioni ha seguito la stessa traiettoria discendente. L'analisi per tipologia di uscita rivela che tutte le categorie hanno subito contrazioni significative: i *secondary buyouts* hanno perso il 47% del valore, le vendite strategiche il 45%, mentre le *IPO* hanno rappresentato una quota marginale, pur registrando un incremento percentuale legato più ad una base di partenza molto bassa che ad un reale rilancio del mercato.

3.3.2. IPO

L'*Initial Public Offering (IPO)* consiste nel collocamento sul mercato azionario di una quota delle azioni della società, con la successiva ammissione alla quotazione in borsa. Essa rappresenta un percorso di *exit* differente dagli altri in quanto la natura dell'acquirente non risulta più individuale, bensì molteplice: al momento della quotazione, una pluralità di investitori pubblici avrà la facoltà di sottoscrivere le azioni offerte. Per il fondo di *private equity*, l'*IPO* generalmente comporta un'uscita parziale che prevede un *placement* con una bassa percentuale di flottante. La quotazione consente quindi all'azionista di realizzare una plusvalenza. Negli anni successivi il fondo potrà gradualmente vendere le rimanenti azioni sul mercato, tipicamente osservando un periodo di *lock-up* di 6–12 mesi durante il quale si impegna a non cedere ulteriori quote, al fine di non indebolire la società neo-quotata.

La decisione di intraprendere la via della c.d. *reverse IPO* è anzitutto una decisione riguardante il tempismo (cd. *market timing*) e l' idoneità dell' emittente alla quotazione. Dal punto di vista congiunturale, la finestra di mercato deve essere sufficientemente ampia e liquida, con volatilità implicita compatibile con la costruzione del libro ordini (*bookbuilding*) e con la stabilizzazione post-offerta; dal punto della società, l' azienda deve presentare un profilo di crescita credibile, una storia di creazione di valore documentabile e metriche finanziarie appetibili per gli investitori pubblici. Per una società "*post LBO*", la sfida della quotazione risiede principalmente nella dimostrazione di un notevole miglioramento dei principali indicatori finanziari (marginalità, cassa, capitale investito netto, disciplina allocativa) come espressione di un genuino cambiamento operativo strutturale. La scelta, inoltre, tra una struttura di collocamento *primary*, *secondary* o mista ha una forte valenza strategica: le azioni primarie raccolgono capitali molto spesso destinati al *deleveraging* e presentano tendenzialmente effetti positivi sulla sostenibilità dei flussi finanziari, mentre le azioni secondarie realizzano perimetri di cessione dello sponsor. Questi due tipi sono spesso combinati per ottimizzare il flottante ed agevolare il percorso di disinvestimento. In parallelo, la decisione riguardante una possibile *IPO* si colloca spesso in un processo *dual-track*: l' azienda e lo *sponsor* intraprendono in parallelo un percorso di quotazione ed una vendita privata, trattando ciascuna scelta come un' opzione per incrementare il potere negoziale e, talvolta, accelerare la certezza di esecuzione.

Sul piano esecutivo, la costruzione dell' *IPO* come exit di un *LBO* ha inizio tramite la selezione del *global coordinator* (una banca d' affari) e del sindacato di collocamento, a cui segue la definizione di una strategia di *pre-marketing* per testare l' interessamento degli investitori istituzionali all' acquisto delle quote. Segue la redazione del prospetto informativo, che per emittenti *post-LBO* presenta specificità di *disclosure* su struttura del debito pregressa, transazioni con parti correlate, dividendi straordinari e politiche di capitale circolante. La meccanica di prezzo in seguito alla costruzione del *book* di ordini è completata da un' opzione di sovra-assegnazione (c.d. clausola *greenshoe*) in capo agli *underwriter* che consente attività di stabilizzazione del prezzo nel periodo successivo all' avvio delle negoziazioni. Su questo sfondo si inseriscono clausole di *lock-up* consuetudinarie per *sponsor* e *management*

(tipicamente nell'ordine di alcuni mesi) a cui si accompagna la comunicazione al mercato del potenziale calendario di vendita, da parte del fondo, delle quote, in modo da ridurre il rischio di pressione ribassista sulle quotazioni (cd. *overhang risk*).

L'*IPO* come percorso di disinvestimento interagisce in modo diretto con le leve di creazione di valore tipiche dell'*LBO*. In primo luogo, il *deleveraging* finanziato con proventi primari riduce il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) dell'impresa, creando spazio per dividendi ordinari sostenibili e per operazioni di crescita inorganica (M&A). In secondo luogo, la quotazione disciplina la *governance*: l'esposizione al giudizio continuo del mercato, agli obblighi di *disclosure* e alla sorveglianza di investitori attivi incentiva pratiche gestionali orientate alla creazione di valore nel medio termine, con ulteriori effetti positivi sull'efficienza allocativa. Alcuni problemi comuni che spesso allontanano molte realtà imprenditoriali dalle borse di tutto il mondo riguardano la complessità regolatoria ed i costi ricorrenti di compliance (*internal audit*, sistemi di controllo, *investor relations*), i quali non risultano trascurabili. Sul piano strettamente finanziario, l'obiettivo di una *exit* tramite *IPO* risiede nell'ottimizzazione del compromesso tra la massimizzazione dei proventi di quotazione e la minimizzazione dell'impatto di *overhang*. Gli strumenti in grado di mitigare questo fenomeno includono vendite accelerate (*accelerated book building o ABB*) in finestre di mercato favorevoli, collocamenti riservati a investitori qualificati, operazioni *off-market* a investitori strategici abbinate a operazioni straordinarie dell'emittente, come un aumento di capitale per un'acquisizione con contestuale cessione parziale dello *sponsor*. Un'altra parte importante del processo di quotazione riguarda la gestione contrattuale delle complesse strutture finanziarie preesistenti, le quali richiedono semplificazioni: prestiti dei soci, *PIK toggle notes* e strumenti ibridi necessitano tendenzialmente di riconversioni in *equity* ordinaria, estinzioni o rifinanziamenti con debito *investment grade*. Simmetricamente, frequenti risultano dei riassetti societari volti alla fusione di *holding* intermedie o alla semplificazione di *joint-venture* al fine di ottenere una struttura più trasparente per gli investitori pubblici.

L'attrattività dell'*IPO* come via di uscita oscilla in funzione del contesto di mercato. Negli ultimi anni si sono osservate forti ciclicità: il 2021 ha segnato un picco storico di *IPO*

sponsorizzate da private equity, trainato da mercati azionari favorevoli e liquidità abbondante. A livello globale si sono registrate 196 IPO di società partecipate da fondi di *Private Equity* in quell'anno, con proventi complessivi per circa \$74,5 miliardi. Il *bear market* del 2022 ha invece ridotto drasticamente l'attività in questo canale di finanziamento, con appena 52 IPO supportate da fondi a livello globale per \$23,7 mld raccolti³⁸. Successivamente, l'instabilità macroeconomica ed il rialzo dei tassi d'interesse hanno quasi chiuso la finestra delle *IPO* nel 2022-2023, soffocando la quota di exit via *IPO* sul totale dei disinvestimenti dei fondi a livelli minimi (appena il 3% del valore totale di *exit* nel biennio) rispetto a circa il 20% medio storico³⁹. In termini di *performance* post-quotazione, uno studio di Allianz⁴⁰ evidenzia come in media le società uscite *post-LBO* che hanno affrontato una quotazione ottengano rendimenti leggermente superiori rispetto alle altre matricole azionarie nel primo anno di borsa (ca. +5% oltre il mercato). Questo vantaggio si manifesta soprattutto durante fasi stabili o di crescita moderata, attribuibile al fatto che le società precedentemente sottoposte a *buyout* giungono in borsa spesso più mature, efficienti e con maggiore credibilità dovuta alla presenza dei fondi nella compagine proprietaria. Di contro, in fasi di ribasso generalizzato, tali *IPO* tendono a sottoperformare le loro controparti a causa della forte pressione sulla struttura finanziaria altamente indebitata.

3.3.3. Ricapitalizzazione con dividendo

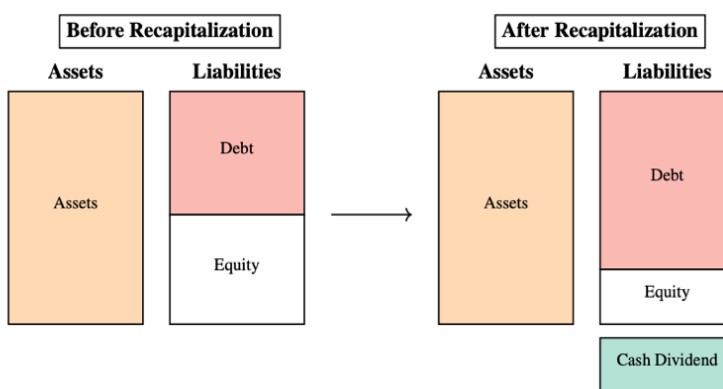
La *dividend recapitalization* è una strategia di *exit* parziale in cui il fondo di *private equity*, invece di cedere la società a terzi, effettua una ricapitalizzazione estraendo liquidità sotto forma di dividendo straordinario. L'azienda partecipata contrae quindi nuovo debito o rifinanzia quello esistente, ed utilizza i proventi ottenuti per pagare un dividendo ai *LPs*. In questo modo il fondo incassa una significativa somma di denaro senza dover cedere la partecipazione, che rimane nel suo portafoglio; l'operazione equivale a monetizzare anticipatamente parte del valore creato, trasferendo però sul bilancio della società un onere di debito maggiore. Questa strategia viene spesso perseguita quando le condizioni di mercato

³⁸ S&P Global Market Intelligence (2023). "Private Equity Exits Plummet in 2022"

³⁹ Deloitte (2024). "Unlocking a potential US \$3.8 trillion opportunity for private equity firms"

⁴⁰ Allianz (2021). "IPOs: Turbocharged by Private Equity"

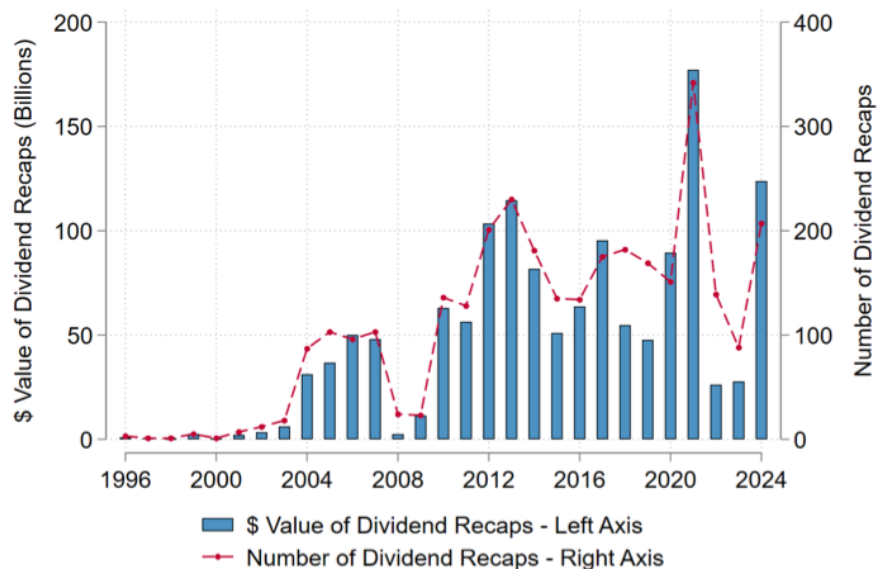
del credito sono favorevoli (tassi contenuti, alta liquidità per i *leveraged loans*) e la società ha registrato *performance* operative tali da giustificare un aumento della leva senza compromettere la sua stabilità. Dal punto di vista dell'*IRR*, la ricapitalizzazione con dividendo risulta attraente vista la sua capacità di anticipare una parte dei ritorni: incassare un dividendo straordinario dopo pochi anni incrementa l'*IRR* (ricordando che questo premia i flussi anticipati) e riduce il capitale a rischio rimanente nell'operazione. Questa pratica, infatti, viene spesso criticata visti i benefici nel breve termine per il fondo, a discapito della struttura finanziaria della società, che risulterà ulteriormente indebolita. Studi recenti⁴¹ suggeriscono che questo tipo di ricapitalizzazione, pur migliorando i ritorni del singolo investimento per il fondo, non necessariamente aumentano i rendimenti complessivi a livello di portafoglio e possono essere sintomo di azzardo morale, dato che la compensazione dei *GP* trasferisce il rischio ai creditori ed all'azienda stessa. Inoltre, è documentato un effetto collaterale negativo sul piano operativo, poiché un aumento significativo del debito tramite ricapitalizzazione moltiplica la probabilità di *distress* finanziario dell'azienda negli anni successivi (fino a 2,4 volte in più rispetto alla media) e può comportare una riduzione degli investimenti e degli stipendi ai lavoratori, segno di una necessaria austerità per far fronte al maggiore indebitamento.



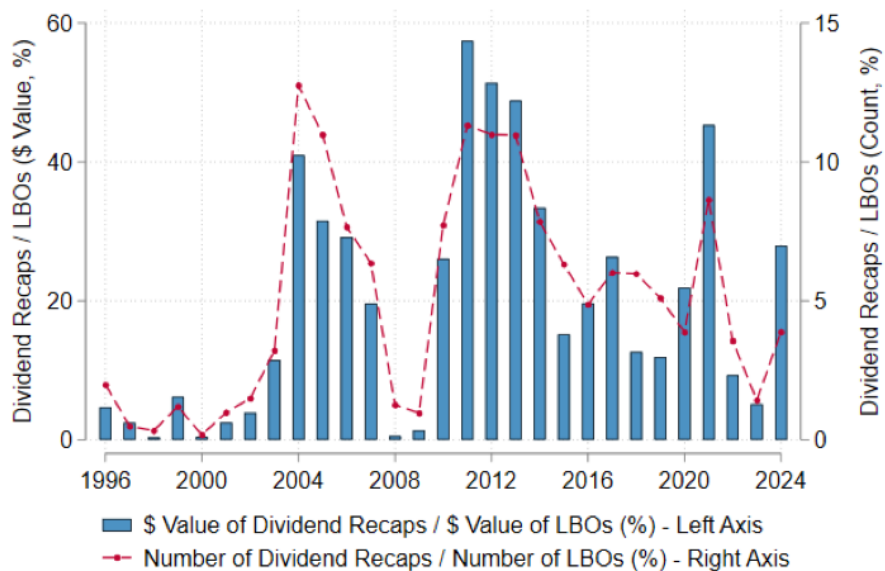
Struttura finanziaria di un'azienda *target* post-ricapitalizzazione.

⁴¹ Bhardwaj, A., Gupta, A. and Howell, T. (2025) 'Capital structure & firm outcomes: Evidence from dividend recapitalizations in private equity', Journal of Financial Economics

Panel (A): Number of Dividend Recaps by Year



Panel (B): Dividend Recaps as Fraction of LBOs_{t-2}



Fonte: Pitchbook

Le dinamiche rappresentate nei due grafici suggeriscono che la *dividend recap* sia un vero e proprio indicatore della tensione tra le due forze in continua contrapposizione nel mondo dei *private assets*. Emergono, infatti, sia la spinta dei fondi a massimizzare il ritorno per gli investitori il più rapidamente possibile, sia la capacità delle imprese *target* di sostenere livelli di leva finanziaria aggiuntivi senza compromettere la propria stabilità. Riguardo ai grafici soprastanti, risultano interessanti i picchi di *recaps* registrati nel 2007 e nel 2021, i quali non possono essere interpretati come semplici fasi di abbondante liquidità, bensì come momenti in cui i mercati del credito sembravano ignorare i rischi sistemici, rifinanziando massicciamente operazioni già fortemente indebitate. Le conseguenze, tuttavia, non sono simmetriche, dato che dopo il 2007 la crisi finanziaria ha reso evidente l'eccesso di indebitamento, mentre nel 2021 l'ondata di *dividend recap* ha assunto un carattere più difensivo in un contesto di abbondante liquidità che i fondi hanno saputo sfruttare per estrarre valore prima delle previste turbolenze geopolitiche ed il preannunciato rialzo dei tassi. Per le imprese *target* una ricapitalizzazione con dividendo può tuttavia essere interpretata anche come segnale di fiducia nella capacità di sostenere ulteriore debito; in alcuni casi, invece, rischia di tradursi in una fragilità strutturale che limita gli investimenti futuri e le possibilità di crescita organica.

3.4. Conclusioni

In questo capitolo è stata analizzata la performance *post-acquisizione* negli *LBO* e le principali strategie di *exit* a disposizione dei fondi di *private equity*. Dal punto di vista teorico e quantitativo, il tasso interno di rendimento (*IRR*) emerge come la misura centrale per valutare il successo di un'operazione *LBO*: esso cattura in modo sintetico i risultati finanziari per l'azionista, tenendo conto sia dei flussi monetari generati sia del fattore tempo, ma presenta alcuni difetti che possono essere corretti tramite l'utilizzo di alcune metriche aggiuntive. L'analisi ha evidenziato come l'*IRR* di un investimento in un *buyout* possa essere scomposto nei contributi derivanti dalle varie leve di creazione di valore, quali

la crescita dei ricavi, il miglioramento dei margini, l'espansione dei multipli di mercato e l'uso della leva finanziaria. Questa analisi rivela che la performance *post-LBO* costituisce il frutto di una combinazione di miglioramenti fondamentali nell'impresa (e di ottimizzazione finanziaria. Le evidenze empiriche confermano che i *buyout* di successo tendono a presentare miglioramenti operativi tangibili e beneficiano al contempo di condizioni di mercato propizie al momento dell'*exit*. Sul fronte delle strategie di uscita, il panorama attuale del settore del *private equity* mostra un approccio flessibile e opportunistico: non esiste un unico piano d'azione, poiché la scelta dipende dal contesto e dall'obiettivo di massimizzare il valore per gli investitori. La vendita dell'azienda rimane la modalità più comune, garantendo un realizzo monetario completo ed immediato, e viene spesso perseguita mediante cessione a *partner* strategici o tramite *secondary buyout* tra fondi. L'*IPO* rappresenta una valida alternativa quando i mercati azionari riconoscono valutazioni elevate e l'azienda ha le caratteristiche per attrarre investitori pubblici, ma implica un disinvestimento graduale ed una certa esposizione al rischio di mercato. La ricapitalizzazione con dividendo offre uno strumento intermedio per incassare liquidità, migliorando il rendimento dell'operazione in tempi brevi, al prezzo però di un aumento del rischio sul profilo finanziario della società. In definitiva, i fondi di *private equity* valutano caso per caso la modalità di *exit* che massimizza il rendimento atteso, sfruttando le finestre di mercato disponibili e calibrando tempi e modalità di uscita in base alle condizioni contingenti.

4. IL CASO BLACKSTONE-HILTON HOTELS

4.1. Introduzione

Il *leveraged buyout* di *Hilton Hotels* da parte di *Blackstone*, annunciato nel luglio 2007 e concluso a ridosso della più grave crisi finanziaria dal 1929, rappresenta una delle operazioni più emblematiche nella storia degli *alternative asset manager* statunitensi. L'operazione ha avuto un impatto determinante nella traiettoria di sviluppo di *Hilton*, trasformandola da una catena alberghiera fortemente indebitata e frammentata in una piattaforma globale con un modello di *business* snello ed *asset-light*, ridefinendo le logiche di creazione del valore nell'ambito dei *LBO*, tanto da essere successivamente ricordata come “il miglior *leveraged buyout* di sempre” da molte testate giornalistiche settoriali. Questo caso permette di comprendere approfonditamente le complesse dinamiche di negoziazione tra *management* e fondi, oltre che l'interazione tra struttura del capitale, *governance* e strategia operativa in un settore come quello dell'*hospitality*, intrinsecamente ciclico e vulnerabile agli *shock* macroeconomici.

Fondata da *Conrad Hilton* nel 1919 con l'acquisto del *Mobley Hotel* in *Texas*, l'azienda si sviluppò rapidamente nel corso del *XX* secolo, superando la Grande Depressione del 1929 e trasformandosi in una delle prime catene alberghiere di carattere internazionale. Il marchio *Hilton* divenne presto sinonimo di innovazione e modernità, grazie a strutture come il *Roosevelt Hotel* di *New York*, primo al mondo ad introdurre i televisori nelle camere, o il *Caribe Hilton* di *Puerto Rico*, il quale rese celebre il cocktail *Piña Colada*. L'ingresso nel listino di Borsa a *New York*, avvenuto già nel 1947, rese *Hilton* la prima catena alberghiera quotata, rafforzandone la reputazione di *leader* del settore. Per decenni la gestione rimase saldamente nelle mani della famiglia fondatrice, ma a partire dagli anni Novanta la società intraprese un percorso di forte espansione e diversificazione sotto la guida di *Stephen*

Bollenbach, ex dirigente *Disney*, nominato amministratore delegato nel 1996. In pochi anni *Hilton* divenne la settima catena alberghiera mondiale, con circa 147.500 camere. A questa fase di prosperità seguì un'ondata di fusioni ed acquisizioni: tra le operazioni più significative vi furono lo *spin-off* della divisione *gaming* rappresentata da *Park Place Entertainment*, la fusione con *Bally Entertainment* e l'acquisizione di *Promus* per 4 miliardi di dollari. Negli anni 2000, l'acquisto di *Hilton International* per 5,7 miliardi di dollari finanziato quasi interamente a debito sancì la riunificazione del marchio a livello globale, riportando sotto un'unica entità i diritti di proprietà intellettuale e rafforzando massicciamente la presenza internazionale del gruppo.

Il ritmo serrato delle acquisizioni comportò, tuttavia, un sensibile aumento dell'indebitamento. Nel giugno 2007, poco prima dell'operazione con *Blackstone*, *Hilton* presentava un *Enterprise Value* pari a 18,2 miliardi di dollari, frutto di una capitalizzazione di mercato di 13 miliardi, debiti per 5,7 miliardi e liquidità limitata a 0,5 miliardi. Nonostante l'incremento della capacità ricettiva, con oltre 350.000 nuove camere tra il 1995 e il 2007 ed il consolidamento di marchi come *DoubleTree*, *Embassy Suites* e *Hampton Inn*, la valutazione di *Hilton* in borsa rimaneva persistentemente inferiore rispetto ai multipli EBITDA dei principali concorrenti come *Marriott* e *Starwood*. Questo disallineamento era attribuito alla struttura patrimoniale del gruppo, caratterizzata da una quota relativamente elevata di proprietà diretta e *leasing*, mentre la competizione aveva già intrapreso un modello *asset-light* basato su contratti di gestione e *franchising*, più apprezzati dagli investitori. Tale sconto di mercato portò il *management* di *Hilton* a valutare strategie per colmare queste differenze nei multipli attribuiti alla nota catena di *hotel*, la quale risultava svantaggiata in borsa per la sua contemporanea esposizione al settore alberghiero ed al mercato immobiliare.

In questo contesto, il 2006–2007 rappresentò un punto di svolta, vista la grande accessibilità ai mercati del credito, dovuta al periodo di massima espansione delle cartolarizzazioni ed al massiccio ricorso alle *collateralized mortgage-backed securities (CMBS)*⁴², che consentivano agli operatori del settore alberghiero di finanziarsi a tassi estremamente

⁴² I CMBS sono titoli obbligazionari emessi a fronte della cartolarizzazione di mutui commerciali (*commercial mortgages*), garantiti da flussi di cassa provenienti da immobili a reddito.

vantaggiosi. Dall'altro lato, la crescente attrazione dei fondi di *private equity* verso il settore immobiliare e quello dell'*hospitality* rese *Hilton* un *target* probabile. Nell'estate 2006, infatti, *Bollenbach* avviò i primi contatti con *Jonathan Gray*, figura di spicco del gruppo *Real Estate* di *Blackstone*, che già aveva proposto in passato una collaborazione per l'acquisizione di *Hilton International*. Le discussioni preliminari aprirono la strada a trattative più strutturate, culminate nell'offerta di *Blackstone* del luglio 2007, pari a 47,50 dollari per azione, finalizzata alla totale privatizzazione della società. Il prezzo finale rappresentava un premio del 40% rispetto alla media dei prezzi nei 3 mesi precedenti, e portò *Hilton Hotels* ad una valutazione complessiva dell'operazione intorno ai 26 miliardi di dollari, di cui circa 20 miliardi finanziati a debito. Verrà approfondito tecnicamente l'intero *buyout* nei prossimi paragrafi.

4.2. La privatizzazione

In seguito alla cancellazione di *Hilton* dal listino di *New York*, il primo passo fu la nomina di *Christopher Nassetta*, già amministratore delegato di *Host Hotels & Resorts*, figura con comprovata esperienza nel risanamento di aziende in difficoltà. Come già descritto precedentemente, l'ingresso di un *manager* esterno di fiducia individuato attraverso il *network* del fondo risulta una prassi tipica delle operazioni di *LBO*, rispondendo alla necessità di allineare la gestione operativa agli obiettivi degli investitori finanziari. Contestualmente, il consiglio di amministrazione venne profondamente ristrutturato: il numero dei membri fu ridotto da undici a sette, sostituendo integralmente i dirigenti preacquisizione. Tale scelta rispondeva a logiche di maggiore efficienza decisionale, rafforzando il controllo diretto di *Blackstone* sulle decisioni operative e riducendo il rischio di conflitti di interesse. La concentrazione del *board* su *Hilton* in via esclusiva segnava inoltre una rottura rispetto alla prassi precedente in cui i consiglieri cumulavano più incarichi riducendo così l'impegno dedicato alla società.

Sul piano finanziario, l'operazione *Hilton* si distinse per un livello di leva particolarmente elevato: il debito complessivo raggiunse 20,8 miliardi di dollari, equivalente a un multiplo di

circa 12,5 volte l'EBITDA del 2006, contro una media di settore molto più contenuta (basti pensare che il più grande *LBO* fino ad allora, quello di *TXU* da parte di *KKR* e *TPG*, vantava un multiplo *Debt/EBITDA* pari a 6,6x). Blackstone costituì una *holding* veicolo (*BH Hotels LLC*) che raccolse capitale attraverso un *bridge loan* da \$20,8 miliardi tramite un sindacato guidato dalle banche d'affari *Bear Stearns*, *Bank of America*, *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley*. Subito dopo il *delisting*, tutti i *corporate bonds* esistenti vennero riacquistati e tutto il debito privato venne ripagato per lasciare spazio ad un successivo rifinanziamento da \$8,6 miliardi di debito garantito emesso tramite *CMBS* e \$12,2 miliardi di debito *mezzanine*. La maggior parte di questo pacchetto risultava *covenant-lite*, caratterizzata quindi dall'assenza di vincoli stringenti sui parametri finanziari. Questa configurazione, se da un lato aumentava il rischio di insolvenza, dall'altro forniva margini di manovra strategica nei periodi di *stress*, evitando *trigger* di *default* contrattuali automatici.

Hilton LBO - Struttura del Capitale Stimata				
\$, milioni	Principal	Scadenza	Spread su 5.07% LIBOR	Multiplo EBITDA
Enterprise value	26.500			12,5x
Equity	5.498			2,6x
Senior Mortgage Notes - Tranche A	3.600	6 anni	0.800%	1,7x
Senior Mortgage Notes - Tranche B	2.000	6 anni	1.200%	1,0x
Senior Mortgage Notes - Tranche C	2.000	6 anni	1.600%	1,0x
Mortgage notes / second lien	1.000	6 anni	2.400%	0,5x
Secured mezzanine loans I	8.300	7 anni	3.140%	4,0x
Secured mezzanine loans II	1.800	8 anni	4.250%	0,9x
Secured mezzanine loans III	2.100	9 anni	5.250%	1,0x
Total Debito Acquisizione	20.800		2.710%	

Parallelamente, *Blackstone* introdusse un sistema di incentivi altamente selettivo per il *top management*, sostituendo gli schemi retributivi tradizionali con un modello basato su una bassa componente fissa e *bonus* variabili legati alla *performance*. Attraverso *equity awards* condizionati, gli amministratori acquisirono una quota diretta del potenziale andamento positivo della transazione, allineando così gli interessi dei dirigenti a quelli di *Blackstone*. Questo meccanismo mirava a rompere i legami con la cultura preesistente all'interno della società, descritta dallo stesso *Nassetta* come gravata da inerzia e scarsa propensione all'innovazione. Sul fronte operativo, la politica di riduzione dei costi rappresentò una leva immediata di creazione di valore. La decisione di trasferire la sede centrale da *Beverly Hills* a *McLean, Virginia* generò, oltre che ad un abbattimento significativo dei costi di struttura, un *turnover* fisiologico che consentì di ridimensionare l'organico: solo un quinto dei circa 500 dipendenti accettò il trasferimento, mentre tra i *manager* di vertice la permanenza fu di circa un terzo. Questo processo ridusse drasticamente i costi fissi e permise di ridefinire un'organizzazione più snella, evitando conflitti diretti con sindacati o con oneri di licenziamento collettivo. Un altro aspetto distintivo della filosofia gestionale di *Blackstone* fu il rinnovamento culturale. Nei primi 90 giorni, *Nassetta* intraprese un *tour* globale delle strutture *Hilton*, interagendo direttamente con dipendenti e *manager* di medio livello. A seguito di questo viaggio, venne introdotto un sistema di valutazione delle *performance* ed un programma di immersione per i dirigenti, obbligati a sperimentare in prima persona i ruoli più operativi come *receptionist* ed addetti alle pulizie delle camere. Tale iniziativa, oltre a migliorare la comprensione delle dinamiche di servizio, contribuì a ridurre le distanze tra *management* e ruoli di rango inferiore, favorendo l'instaurazione di una cultura aziendale più meritocratica ed orientata al cliente. Il cambiamento più radicale fu, tuttavia, da attribuirsi ad una rivisitazione totale della strategia del gruppo, la quale portò *Hilton* verso un modello *asset-light*, basato sull'espansione attraverso contratti di *management* e *franchising* piuttosto che tramite proprietà diretta degli immobili. Questo approccio, già sperimentato con successo da *Marriott* e *Starwood*, consentiva di liberare capitale immobilizzato, ridurre la volatilità dei flussi di cassa e favorire un'espansione internazionale più rapida e scalabile. Inoltre, la valorizzazione del marchio *Hilton* attraverso un portafoglio di *brand* diversificato grazie all'espansione di marchi paralleli come *DoubleTree*, *Embassy Suites* e *Hampton Inn*

rappresentò una componente essenziale del piano di rilancio, permettendo di catturare nuove fasce di clientela e di rafforzare la presenza nei mercati emergenti.

4.3. *Holding period*

Già prima dell'annuncio dell'operazione da parte di *Blackstone*, i mercati finanziari mostravano evidenti segni di cedimento. A metà 2008 le aziende in tutto il mondo stavano ritirando le loro operazioni di finanziamento: le preoccupazioni dovute al rialzo dei tassi sui mutui *subprime* statunitensi stavano contagiando l'intero universo del credito, facendo lievitare il costo dell'indebitamento societario. Questi timori si dimostrarono fondati quando il 16 marzo 2008 crollò *Bear Stearns*, capofila del consorzio di collocamento nel *deal* Hilton, la quale, insieme ad altre banche, presentava a bilancio le *CMBS* della catena alberghiera che non erano ancora state collocate. La *Fed* di *New York* intervenne quindi con un prestito di salvataggio e orchestrò la vendita di *Bear Sterns* a *JP Morgan*, che accettò di acquistare la ormai defunta banca d'affari a condizione che la *Fed* rilevasse 29 miliardi di dollari di debito, di cui 4 miliardi appartenenti ad *Hilton*. Pochi giorni dopo, *Moody's* e *Standard & Poor's* segnalavano un aumento dei debitori a rischio *default*, molti dei quali partecipati da fondi di *private equity*; *S&P* elencava oltre 50 società "preoccupanti" presenti nei portafogli degli *asset manager*.

Il settore alberghiero, per sua natura correlato alla domanda di viaggi d'affari, al livello dei salari e alla spesa discrezionale delle famiglie, fu colpito in modo particolarmente duro dalla crisi. Tassi di occupazione e prezzi delle camere, sensibili al ciclo economico, risentirono del crollo del numero di conferenze (*business travel*) e dei flussi turistici. *Blackstone* svalutò del 51% l'investimento azionario in *Hilton* da 1,5 miliardi a 742 milioni di dollari a fine 2008. Anche altri gruppi alberghieri dimostrarono la loro debolezza: a fine 2008 le quotazioni di *Starwood* e *Marriott* risultavano inferiori di oltre il 66% rispetto a giugno 2007. Il titolo

Blackstone scese sotto 7 dollari, variazione negativa del 77% dall'*IPO* avvenuta a quota 31 dollari del giugno 2007.

Ad alimentare un peggioramento della situazione della catena alberghiera intervenne *Starwood*, la quale citò in giudizio *Hilton* accusandola di aver impiegato documenti trafugati per creare il marchio di lusso *Denizen*. Secondo *Starwood*, due ex dirigenti (*Ross Klein* e *Amar Lalvani*) avevano sottratto oltre 10.000 documenti confidenziali contenenti segreti industriali, compreso un manuale per sviluppare un *concept* di lusso, poi impiegato per il marchio *W*. Si suggerì inoltre che 44 dirigenti *Hilton*, tra cui lo stesso *Nassetta*, potessero essere stati coinvolti, informati o addirittura consenzienti rispetto all'uso di tali materiali. Ulteriori pressioni esterne, inoltre, non mancavano. Il 2009 registrò un numero record di fallimenti nel comparto alberghiero. Il 15 giugno 2009, *Extended Stay America*, società ceduta da *Blackstone* l'anno precedente per 8 miliardi di dollari con un *leverage* del 92%, presentò istanza di bancarotta. L'*EBITDA* di *Hilton* nel 2009 risultò dimezzato rispetto alle proiezioni formulate al momento del *buyout*. Tuttavia, la struttura del debito ideata prima della crisi offriva due sicurezze cruciali: i prestiti risultavano *covenant-lite*, il che impediva che la scarsa *performance* finanziaria determinasse un *default* immediato; inoltre, le varie *tranches* di debito presentavano scadenze abbastanza prolungate (2013 ed oltre), scongiurando un'eccessiva onerosità immediata. Nel frattempo, la *Federal Reserve* aveva drasticamente ridotto i tassi per evitare il collasso del sistema economico; il *LIBOR* a 1 mese, *benchmark* fondamentale per gran parte del debito *corporate*, scese fino allo 0,33%. Pur in assenza di *default*, i costi della sofferenza finanziaria di *Hilton* risultavano tangibili: clienti, fornitori e affiliati esitavano a prenotare o a stipulare contratti di fornitura con la catena temendo un fallimento, innescando quindi un circolo vizioso di domanda depressa e risultati in calo. Nell'agosto 2009, al *Park Lane Hilton* di Londra, *Nassetta*, insieme a banchieri e *manager* di *Blackstone*, espose la necessità di un salvataggio dell'azienda, in evidenti difficoltà finanziarie⁴³. Otto mesi di trattative portarono, nell'aprile 2010, ad un accordo di ristrutturazione, il quale prevedeva il riacquisto di 1,8 miliardi di dollari di debito mezzanino

⁴³ The Washington Post (2014). "Christopher Nassetta: The Man Who Turned Around Hilton". Available at: https://www.washingtonpost.com/business/capitalbusiness/christopher-nassetta-the-man-who-turned-around-hilton/2014/07/03/43071478-fd5a-11e3-932c-0a55b81f48ce_story.html

garantito finanziato da un apporto di *equity* di 819 milioni da parte di *Blackstone Capital Partners*, che implicava uno sconto del 54% sul valore nominale. Tra i venditori di rilievo figurava la *Fed* di *New York*, che scambiò 320 milioni di debito per 180 milioni in contanti e condizioni migliori sui restanti 3,6 miliardi di esposizione su *Hilton* ancora in portafoglio. Inoltre, 2,1 miliardi di debito *mezzanine junior* furono convertiti in azioni privilegiate, incluso il debito detenuto dai fondi sovrani di *Abu Dhabi* e *Singapore*. Complessivamente, l'indebitamento scese di 3,5 miliardi a 16,9 miliardi, e ai creditori fu riconosciuto il 13% del capitale di *Hilton*. *Blackstone* svalutò del 70% il valore della quota residua. Il costo medio ponderato del debito si attestò attorno al 4% annuo, circa la metà rispetto al 2007⁴⁴.

All'inizio del 2011 le *performance* del settore alberghiero mostrarono un rimbalzo deciso. *Hilton* beneficiò anche del riequilibrio strategico verso i segmenti di gestione e *franchising*: durante le fasi recessive, un modello *asset-light* basato principalmente su ricavi da commissioni teso a garantire ricavi più stabili consentì di crescere organicamente con minori esborsi rispetto al precedente *business model* ad alta intensità di capitale. Seguendo questa tendenza, nel pieno della crisi del 2009, *Hilton* aggiunse 302 nuove strutture, il secondo incremento annuo più elevato nei suoi 91 anni di storia. L'*IPO* rappresentava l'unico esito realistico per l'investimento di *Blackstone*, ma richiedeva un *EBITDA* robusto ed in crescita insieme ad una finestra di mercato liquida. Nel 2011 l'*EBITDA* di *Hilton* risultava in aumento, tuttavia due quotazioni di scarso successo nel settore *hotel* spaventarono *Nassetta* e *Gray*: *Summit Hotel Properties* scese sotto il prezzo di *IPO* in breve tempo, insieme a *RLJ Lodging Trust* che prezò sotto il *range* previsto. A metà 2013, tuttavia, grazie alle condizioni monetarie accomodanti, il mercato immobiliare residenziale *USA* e gli indici azionari tornarono a correre. L'*S&P 500* recuperò i livelli dell'ottobre 2007. Nei primi tre trimestri del 2013 si contarono 112 *IPO* (+48% a/a), di cui 38 sponsorizzate da fondi di *PE* e 22 nel settore immobiliare/*hospitality*: il mercato sembrava quindi pronto a riaccogliere anche *Hilton*. Tra il 2007 e il 2013 la catena alberghiera aggiunse 1.182 nuovi *hotel* (172.748 camere), il 29% dei quali fuori dagli Stati Uniti, che portarono ad un totale di 4.155 strutture

⁴⁴ Hilton Worldwide Holdings Inc. SEC S-1 Form (2013). Available at: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585689/000119312513364703/d593452ds1.htm>

tra *hotel, resort e time-share*, per 686.790 camere in 92 Paesi e territori, rendendo *Hilton* il primo gruppo alberghiero mondiale per dimensioni. La scelta *asset-light* permise questa espansione senza la necessità di acquistare la maggioranza delle strutture: fra il 2007 e il 2013 le camere sotto gestione e *franchising* aumentarono del 40%, contribuendo ad oltre il 98% della crescita complessiva del numero di camere. L'*EBITDA* del segmento *management & franchise* crebbe di oltre il 25% dal 2007 al 2013 e superò la metà degli utili complessivi. L'11 dicembre 2013 *Hilton* tornò ufficialmente sul listino di *New York* raccogliendo 2,4 miliardi di dollari, collocando 118 milioni di azioni a 20 dollari. La capitalizzazione di mercato iniziale si attestava a circa 19,7 miliardi, circa il 40% in più dei concorrenti *Marriott* o *Starwood*. Con 14 miliardi di debito netto, l'*Enterprise Value* si attestava attorno ai 34 miliardi. Nel settembre 2014 *Bloomberg* definì l'LBO di *Hilton* “il miglior *leveraged buyout* di sempre”, celebrando le abilità del *management* nel condurre la società verso tale crescita esponenziale. *Blackstone* mantenne inizialmente il controllo, riducendo progressivamente la partecipazione fino all'uscita finale del 18 maggio 2018. Il *capital gain* complessivo fu pari a 14 miliardi di dollari, un *record* assoluto fino ad allora per il settore del *private equity*. Al termine di questo periodo di maturazione, *Hilton* era il secondo gruppo alberghiero al mondo per dimensioni e *Blackstone* il più grande operatore globale di *asset* alternativi.

4.4. La creazione di valore dell'operazione

Al fine di misurare l'impatto delle decisioni strategiche e finanziarie messe in atto dal fondo acquirente, si utilizza la *LBO analysis*, strumento analitico fondamentale in grado di determinare struttura finanziaria, ritorni sull'investimento e *valuation* a seguito di una transazione ad alta leva. Questo tipo di analisi richiede un'estensiva conoscenza della contabilità, delle operazioni di fusione ed acquisizione e di modellizzazione finanziaria, insieme ad una ingente mole di dati contenuti in documenti confidenziali come il cd. *CIM* (*Confidential Information Memorandum*), in cui sono specificati dettagli sulla società *target*

e sulla transazione a cui il pubblico non ha accesso. L'analisi *LBO* è caratterizzata da alcuni passaggi volti ad ottenere come risultato finale un *IRR* che il fondo otterrebbe alla data di *exit* programmata: dopo aver determinato alcune metriche finanziarie riguardanti l'operazione, vengono specificate la struttura del debito, le fonti e gli impieghi, le metriche operative, i flussi di cassa, e gli oneri sul debito. Una volta completati i passaggi sopra descritti, l'*IRR* ottenuto sarà il risultato della combinazione di questi elementi. Risulta importante notare che normalmente questa tipologia di analisi viene impiegata dalle banche d'affari *ex-ante* basandosi su dati storici, e su alcuni assunti futuri. Non è raro, tuttavia, che questo strumento analitico venga adottato *ex-post* al fine di validare le strategie messe in atto dai partecipanti all'operazione. Poiché la transazione in esame risulta già completata al momento della stesura del presente studio, questo avrà lo scopo di replicare, a fini didattici, le metodologie utilizzate dai professionisti del settore servendosi di informazioni pubblicamente disponibili estratte dai documenti societari⁴⁵ pubblicati da *Hilton*, completate da alcune semplificazioni ed assunti dell'autore.

- Assunto I: l'anno di uscita di *Blackstone* dal capitale di *Hilton* corrisponde al 2018, tuttavia, a partire dal 2016, quest'ultima ha iniziato ad utilizzare il nuovo *standard* per la classificazione dei ricavi *ASC606*, impattando notevolmente sul loro ammontare. Nel 2017, inoltre, gli *spin off* di *Park Hotels & Resorts* e *Hilton Grand Vacations* hanno ridotto le *revenues* di oltre 2.7 miliardi di dollari. Per esigenze di semplificazione, lo studio supporrà quindi un'*exit* nell'anno 2016.
- Assunto II: La creazione di un piano di ammortamento del debito risulta utile esclusivamente *ex ante*, al fine di determinare il totale dell'indebitamento alla data di *exit*. Per il presente studio, invece, sono stati utilizzati i dati storici disponibili.

⁴⁵ Per lo studio sono stati analizzati i *form 10K, 10Q, 8K, DEFM14A* (disponibili al sito <https://www.sec.gov>) di *Hilton Hotels Corp.* per i dati fino al 2006, mentre per i dati dal 2008 al 2016 sono stati considerati i *form 10K, S-1* di *Hilton Worldwide Holdings plc* per ogni rispettivo anno (disponibili al sito <https://www.sec.gov>). Il 2007, anno della privatizzazione, presenta pochi dati pubblicamente disponibili, che verranno completati da alcune ipotesi.

- Assunto III: ai fini di rappresentare esclusivamente i ricavi meramente derivanti dalle operazioni del *core business*, non è stata considerata la voce “*other revenues from managed and franchised properties*”, poiché questa rappresenta l’insieme dei costi che *Hilton* sopporta per conto degli *hotel* in gestione o in *franchising*, che dovranno essere poi rimborsati dai gestori/proprietari delle strutture. Lo stesso ragionamento è stato applicato per la corrispondente voce di costo. *Hilton* specifica che entrambe queste voci non hanno alcun impatto sull’utile netto.
- Assunto IV: *Blackstone* ha iniziato a dismettere le quote già negli anni precedenti all’*exit* definitiva; per semplicità, il seguente studio ipotizza una dismissione totale della partecipazione nei diversi anni considerati.

Assumptions	
Transaction Background	
Company name	Hilton Hotels Corp
Ticker	HLT
Latest closing share price	33.87
Latest closing share price date	2/7/2007

Transaction Financials and Assumptions	
LTM EBITDA	2,088
Debt	6,968
Cash	170
Minimum Cash	100
Exit Multiple	12.5x

Valuation at Entry	
Offer value / share	47.50
% Premium / discount	40.2%
Offer value (Equity value)	19,400
Diluted shares outstanding	408.4
Debt	6,968
Cash	170
Enterprise Value	26,198
LTM EBITDA	2,088
Entry Multiple	12.5x

Per prima cosa è stato inserito l'ultimo prezzo di chiusura prima della privatizzazione, al fine di determinare il premio offerto da *Blackstone*. Come si evince dalla figura, l'offerta di \$47.50 rappresenta un premio di circa il 40% sull'ultimo prezzo del 2 luglio 2007. A questo punto, tramite il *form 10K* del 2006 sono state inserite le metriche riguardanti l'EBITDA degli ultimi 12 mesi, insieme ai valori del debito e della cassa disponibile. La voce "*minimum cash*" si riferisce all'ammontare minimo di cassa che *Hilton* doveva possedere per il normale funzionamento del *business* al momento della chiusura della transazione. Questa voce è stata calcolata come l'equivalente di 7 giorni di *cashflow* operativi (convenzione del settore), pari a circa \$100-\$105 milioni di dollari. La tabella intitolata "*valuation at entry*" risulta fondamentale per determinare il multiplo EV/EBITDA di entrata, poiché normalmente si presuppone che esso debba essere anche il multiplo di uscita (o un *range* di valori attorno ad esso). Procedendo dall'alto verso il basso, il valore dell'*equity* è stato calcolato come prodotto tra il numero di azioni diluite ed il valore dell'offerta per azione. Per questo calcolo non è possibile utilizzare il semplice numero di azioni in circolazione, bensì, in aggiunta, risulta necessario tenere conto dell'impatto delle *stock options* (solo quelle *in the money*, ossia quelle per cui l'esercizio risulta conveniente) e di altri strumenti convertibili sul totale, poiché dall'esercizio di questi derivati la società incasserà dei proventi che poi utilizzerà per ricomprare le azioni proprie. All'*equity value* viene poi aggiunto il debito netto (debito-cassa), per ottenere così l'*Enterprise Value*, ossia il prezzo effettivamente pagato dallo *sponsor*. Il multiplo di entrata è stato calcolato come rapporto tra l'EV e l'EBITDA degli ultimi 12 mesi prima della chiusura dell'operazione.

Sources			
	Amount	xEBITDA	% Capital
Senior Mortgage Notes - Tranche A	3,600	1.7x	14%
Senior Mortgage Notes - Tranche B	2,000	1.0x	8%
Senior Mortgage Notes - Tranche C	2,000	1.0x	8%
Mortgage Notes - Second Lien	1,000	0.5x	4%
Secured Mezzanine Loans I	8,300	4.0x	31%
Secured Mezzanine Loans II	1,800	0.9x	7%
Secured Mezzanine Loans III	2,100	1.0x	8%
Cash on hand	70	0.0x	0%
Sponsor equity	5,498	2.6x	21%
Total	26,368	12.6x	100%
	CHECK	TRUE	TRUE

La tabella delle fonti considera gli strumenti di debito, la cassa e l'*equity* utilizzati per il pagamento dell'acquisizione. Il valore della cassa disponibile è stato calcolato come la differenza tra la essa stessa ed il *minimum cash*, mentre l'ammontare di *equity* apportata da *Blackstone* deriva dalla differenza tra la l'*Enterprise Value* e la somma di tutti gli strumenti di debito e la cassa disponibile. La contribuzione degli *sponsor* nei *leveraged buyouts* viene sempre calcolata seguendo questa metodologia, poiché, in base alla disponibilità del comitato d'investimento del fondo ad usare le risorse finanziarie interne, potrà essere modificato l'ammontare del debito.

Uses	Amount	xEBITDA	% Capital
Equity payment	19,400	9.3x	74%
Debt refinancing	6,968	3.3x	26%

Total	26,368	12.6x	100%
CHECK	TRUE		TRUE

La tabella degli impieghi esplicita invece come sono stati utilizzati i fondi per l'acquisizione. Come si evince dall'immagine sottostante, 19 miliardi di dollari hanno soddisfatto il pagamento dell'*equity*, mentre quasi 7 miliardi di dollari sono stati spesi per il rifinanziamento dell'intero debito preesistente. Questo rappresenta una procedura *standard* nei *leveraged buyouts*; poiché i fondi posseggono tendenzialmente un forte potere contrattuale (oltre che a connessioni personali) con le banche, essi sono di conseguenza in grado di contrattare condizioni agevolate nei contratti di debito stipulati.

Il passaggio seguente dell'analisi *LBO* è il calcolo dell'*EBITDA* al momento dell'*exit*, metrica fondamentale in quanto risulta un *proxy* della *performance* puramente operativa ed esclude oneri finanziari, imposte e componenti non monetarie come svalutazioni ed ammortamenti. Come si evince dalla figura sottostante, sono stati inseriti i valori dei ricavi, dei costi dei

servizi erogati (*COGS*), per arrivare all'utile lordo (*Gross Profit*), calcolato come la differenza tra ricavi e *COGS*. Sottraendo all'utile lordo le spese operative (in gergo *OPEX*) si ottiene l'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Continuando verso il basso, è stata sottratta all'EBIT la spesa annua per interessi: per gli anni 2008 e 2009, a causa della mancanza di informazioni, è stato necessario stimare questo parametro utilizzando il costo medio ponderato del debito⁴⁶, utilizzando la seguente formula:

$$WACD \approx \frac{\sum (w_i \times (LIBOR_{1M} + spread_i)) + \text{tasso fisso} \times w_i + \text{commitment fee} \times \text{revolver non utilizzato}}{\text{debito totale}}$$

Per l'anno 2008 il WACD risulta circa 5,52%, a cui corrisponde una spesa per interessi totale pari ad approssimativamente 1,137 miliardi di dollari, mentre nel 2009 il costo medio ponderato del debito, secondo la stessa formula, dovrebbe attestarsi a circa 670 milioni di dollari, vista la caduta del tasso interbancario *LIBOR* fungente da *benchmark* per gran parte degli strumenti di debito emessi da *Hilton*. Il passo successivo è stato determinare gli *Earnings Before Tax*, calcolati come la differenza tra l'EBIT e la spesa per interessi, a cui vengono aggiunti gli interessi attivi ricavati. Come si nota dalla figura di cui sopra, il 2008 è stato un anno di ingenti perdite per la catena di *hotel*, che ha dovuto svalutare i suoi *asset* per un totale di quasi 6 miliardi di dollari. Sottraendo le tasse dall'EBT si ottiene l'utile netto che, nel 2008 e 2009, è risultato abbondantemente negativo a causa dell'*impairment*, determinando quindi un'esenzione totale dalla tassazione sugli utili. Il 2010 avrebbe registrato nuovamente risultati negativi se non fosse stato per la ristrutturazione del debito, la quale ha permesso di convertire \$2.1 miliardi di *junior mezzanine* e di riacquistare \$1.8B di debito, garantendo un guadagno di \$816 milioni.

⁴⁶ Principale fonte di informazioni: *form 424B4* (disponibile su: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585689/000119312513473211/d593452d424b4.htm>). Dati *LIBOR* 1M disponibili su: <https://www.global-rates.com/it/>. Per entrambi gli anni è stato stimato un debito pari a 20,6 miliardi di dollari. Per l'anno 2008 è stato considerato un *LIBOR*_{1M} medio pari a 2,69%, mentre per il 2009 il tasso medio era pari a 0,33%. Gli *spread* sugli strumenti sono stati estratti dal *form 424B4* ed assunti da *LCD*. La *commitment fee* della linea di credito *revolver* utilizzata per il calcolo è pari allo 0,5%. L'ammontare di quest'ultima (\$1 miliardo) è stato estratto dal *credit agreement* del *form 424B4*.

Financials (31/12 FY)												
Metric	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Revenue growth	--	96.36%	-5.67%	2.70%	-15.00%	4.87%	7.83%	5.05%	2.89%	7.60%	4.66%	1.05%
Gross margin	51.6%	40.42%	40.42%	34.50%	31.49%	32.02%	33.23%	33.73%	38.75%	40.99%	43.08%	43.91%
OpEx margin	18.6%	14.35%	15.55%	109.59%	29.77%	23.84%	18.85%	20.68%	21.54%	16.43%	18.37%	18.25%
Tax rate	26.52%	31.17%	24.69%	0.00%	0.00%	21.51%	47.70%	50.47%	47.45%	40.38%	39.29%	53.07%
Operating Model												
Revenue	3,218	6,319	5,961	6,122	5,179	5,431	5,856	6,152	6,530	6,811	7,142	7,217
% growth	--	96.4%	(5.7%)	2.7%	(15.4%)	4.9%	7.8%	5.1%	2.9%	7.6%	4.9%	1.1%
COGS	1,538	3,765	3,465	4,010	3,548	3,643	3,881	3,988	3,877	4,019	4,065	4,048
% of sales	48.4%	59.6%	58.1%	65.5%	68.5%	67.1%	66.3%	64.8%	61.2%	59.0%	56.9%	56.1%
Gross Profit	1,680	2,554	2,499	2,112	1,631	1,788	1,975	2,164	2,653	2,792	3,077	3,169
% of sales	51.6%	40.4%	40.4%	34.5%	31.5%	32.9%	33.7%	35.2%	38.8%	41.0%	43.1%	43.9%
OpEx	600	907	927	6,709	1,542	1,295	1,104	1,272	1,351	1,119	1,312	1,317
% of sales	18.6%	14.4%	15.6%	109.6%	29.8%	23.8%	18.9%	20.7%	21.3%	16.4%	18.4%	18.2%
EBIT	1,080	1,647	1,482	(4,597)	89	493	871	892	1,102	1,673	1,765	1,852
% of sales	32.9%	26.1%	24.9%	(75.1%)	1.7%	9.1%	14.9%	14.5%	17.4%	24.6%	24.7%	25.7%
Interest Expense	466	843	607	1,137	670	946	643	569	620	618	575	587
Interest Income	32	27	36	9	9	9	11	15	9	10	19	12
Gain on Debt restructuring & Other	0	0	0	0	0	816	0	0	0	0	0	0
EBT	626	831	911	(5,725)	(572)	372	239	338	491	1,065	1,209	1,277
% of sales	19.3%	13.2%	15.3%	(93.5%)	(11.0%)	6.8%	4.1%	5.5%	7.8%	15.6%	16.9%	17.7%
Taxes	166	259	225	(1,717)	(172)	80	114	103	233	429	475	677
% tax rate	26.5%	31.2%	24.7%	0.0%	0.0%	21.5%	47.7%	30.5%	47.5%	40.3%	39.3%	53.0%
Net Income	460	572	686	(5,725)	(572)	292	125	235	258	636	734	600
% of sales	14.3%	9.1%	11.5%	(93.5%)	(11.0%)	5.4%	2.1%	3.8%	4.1%	9.3%	10.3%	8.3%
EBITDA Reconciliation												
EBIT	1,080	1,647	1,482	(4,597)	89	493	871	892	1,102	1,673	1,765	1,852
D&A	299	441	511	580	587	574	564	550	603	628	692	686
EBITDA	1,359	2,088	1,993	(4,017)	676	1,067	1,435	1,442	1,705	2,301	2,457	2,538
% of sales	42.2%	33.0%	33.4%	(65.6%)	13.1%	19.6%	24.3%	23.4%	26.9%	33.8%	34.4%	35.2%

L'ultimo passaggio è rappresentato dalla cd. "riconciliazione dell'EBITDA", secondo la quale si aggiunge all'EBIT l'ammontare degli ammortamenti e delle svalutazioni al fine di ottenere gli *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*. Questi, a fine modello, risulteranno rilevanti per determinare il *range* di valutazioni possibili che lo *sponsor* avrebbe potuto monetizzare. Normalmente, a questo punto, i banchieri e gli analisti del fondo acquirente stimerebbero i *levered free cash flows* futuri per determinare la capacità del *target* di pagare gli interessi delle varie *tranches* del debito, per poi arrivare ad una stima dell'indebitamento totale alla data di *exit*, ed infine calcolare l'*Enterprise Value*. Tuttavia, trattandosi di uno studio *ex post*, è stato possibile reperire le metriche necessarie al calcolo del tasso interno di rendimento.

IRR	2012	2013	2014	2015	2016
LTM EBITDA at Exit	1,442	1,705	2,301	2,457	2,538
Exit Multiple	12.5x	12.5x	12.5x	12.5x	12.5x
Enterprise Value	18,093	21,393	28,870	30,828	31,844
Long term Debt	15,575	11,755	10,813	9,951	10,118
Cash	755	594	566	609	1,684
Net Debt	14,820	11,161	10,247	9,342	8,434
Sponsor Equity Value	3,273	10,232	18,623	21,486	23,410
Sponsor Equity at Entry	5,498	5,498	5,498	5,498	5,498
MOIC	0.6x	1.9x	3.4x	3.9x	4.26x
IRR	-8.3%	9.3%	16.5%	16.4%	15.59%

La tabella riprende l'assunto considerato all'inizio dell'analisi proposta: il multiplo di *exit* si suppone uguale al multiplo di *entry*. È stato quindi calcolato l'*IRR* assumendo un periodo di possibile disinvestimento dal 2012 al 2016. Con il passare degli anni, si nota che il valore dell'*equity* aumenta grazie all'incremento graduale dell'EBITDA e alla diminuzione del debito netto. Partendo dall'alto e procedendo verso il basso, il prodotto tra l'EBITDA degli ultimi 12 mesi e il multiplo di uscita determina l'EV (eventuale prezzo di vendita della società). Sottraendo a quest'ultimo l'ammontare del debito netto, si ottiene il valore dell'*equity* di *Blackstone* nel caso in cui il multiplo EV/EBITDA fosse rimasto costante. Dividendo il valore dell'*equity* dello *sponsor* alla data di *exit* per la sua contribuzione al

momento della chiusura dell'*LBO* otteniamo il multiplo sul capitale investito, da cui ricaviamo l'*IRR* grazie alla seguente formula:

$$IRR = MOIC^{\frac{1}{n}} - 1$$

in cui *n* rappresenta il numero di anni di detenzione dell'investimento dalla data di *entry*.

Come si evince dalla figura sottostante, la quale riporta gli *EV* effettivi di *Hilton* al 31 dicembre di ogni anno, l'ipotesi di mantenere il multiplo di *exit* invariato è risultata eccessivamente ottimista. Il tasso interno di rendimento che sarebbe stato realizzato nel 2016 risulta di quasi 300 punti base inferiore a quello stimato dal modello semplificato. Si nota come l'*IRR* del 2013 sia uguale a quello del 2015, anche se in quest'ultimo anno il MOIC risulta maggiore: questo aumento viene perfettamente bilanciato dall'impatto del valore temporale del denaro.


IRR - Actual	2013	2014	2015	2016
LTM EBITDA at Exit	1,705	2,301	2,457	2,538
Enterprise Value	21,090	25,680	21,130	26,920
Long Term Debt	11,755	10,813	9,951	10,118
Cash	594	566	609	1,684
Net Debt	11,161	10,247	9,342	8,434
Sponsor Equity Value	9,929	15,433	11,788	18,486
Sponsor Equity at Entry	5,498	5,498	5,498	5,498
MOIC	1.8x	2.8x	2.1x	3.36x
IRR	8.8%	13.8%	8.8%	12.89%

Un ulteriore metodo di validazione dei risultati ottenuti è rappresentato dall'analisi delle ipotetiche *performance* che si sarebbero raggiunte tramite l'investimento in società comparabili ad *Hilton* durante lo stesso arco temporale. Sono quindi state scelte la catena *Marriott*, per le sue somiglianze in termini di dimensioni e modello di *business* "*asset light*", e il conglomerato *IHG*, per la sua estensione globale e le simili fonti di ricavi.

In un primo momento sono stati considerati i prezzi di chiusura *adjusted* di *Marriott* (\$33.82) e *IHG* (\$20.47) al giorno precedente all'annuncio della transazione *Blackstone-Hilton* (2 luglio 2007). Al fine di ottenere gli ipotetici prezzi di acquisto delle due società, è stato applicato il medesimo premio del 40.2% alle rispettive quotazioni. Il risultato ottenuto è stato a sua volta moltiplicato per il numero di azioni diluite in circolazione alla data dell'ipotetica transazione, ottenendo quindi il valore dell'*equity* offerta. A questo valore è stato quindi aggiunto il valore del debito netto: l'*EV* di *Marriott* all'*entry* sarebbe stato pari a \$21.729 miliardi, mentre quello di *IHG* \$10.314 miliardi. La percentuale di *equity* contribuita da parte di *Blackstone* ammontava al 21% dell'*Enterprise Value* di *Hilton*; moltiplicando quindi i rispettivi valori appena calcolati si ottengono quelli delle contribuzioni di *equity* (rispettivamente \$4.437 e \$2.151 miliardi) che un eventuale *sponsor* avrebbe dovuto apportare per le due transazioni. Il calcolo delle altre metriche risulta equivalente a quello utilizzato precedentemente.

IRR - Marriott International	2013	2014	2015	2016
LTM EBITDA at Exit	1,115	1,307	1,489	1,583
Enterprise Value	17,730	25,780	21,180	21,430
Long Term Debt	3,150	3,450	3,810	4,110
Cash	120	100	100	85
Net Debt	3,030	3,350	3,710	4,025
Sponsor Equity Value	14,700	22,430	17,470	17,405
Sponsor Equity at Entry	4,437	4,437	4,437	4,437
MOIC	3.3x	5.1x	3.9x	3.92x
IRR	18.7%	22.5%	16.4%	14.65%

L'*Enterprise Value* di *Marriott* del 2016 è stato depurato dell'effetto dato dall'acquisizione della catena *Starwood* per \$18.5 miliardi. Anche il valore del debito tiene conto di questo impatto. Come si evince dalla figura, la *performance* che uno *sponsor* avrebbe ottenuto da questo tipo di operazione sarebbe stata superiore rispetto al *buyout* di *Hilton*, grazie al minor rapporto di indebitamento, il quale impatta positivamente il valore dell'*equity* al momento della liquidazione della partecipazione.

IRR - IHG	2013	2014	2015	2016
LTM EBITDA at Exit	758	776	1,633	785
Enterprise Value	9,730	11,060	9,820	10,310
Long Term Debt	870	1,570	1,240	1,610
Cash	260	160	1,130	220
Net Debt	1,130	1,410	110	1,390
Sponsor Equity Value	8,600	9,650	9,710	8,920
Sponsor Equity at Entry 	2,151	2,151	2,151	2,151
MOIC	4.0x	4.5x	4.5x	4.15x
IRR	21.9%	20.6%	18.2%	15.29%

La stessa considerazione può essere fatta per *IHG*: dal punto di vista dell'*IRR*, anche *IHG* ha sovra-performato la catena fondata da *Conrad Hilton* nel periodo considerato. A fine 2016, *Hilton* risultava comunque la seconda catena alberghiera al mondo per numero di stanze e ha costantemente conteso la seconda e la terza posizione da quell'anno fino al momento della stesura del presente elaborato.

La valutazione implicita in una analisi *LBO* viene normalmente arricchita dalla cosiddetta *sensitivity analysis*, con cui si possono determinare molteplici *IRR* in base a diversi *driver* di valore, come i multipli di uscita e di entrata, il livello di leva finanziaria, l'ammontare percentuale della contribuzione di *equity* apportata dal fondo, tassi di crescita e margini operativi. Questo tipo di analisi viene eseguita poiché la liquidazione della quota non avviene mai al prezzo di mercato corrente, bensì viene eseguita in modo graduale. Un'altra ipotesi di cui tiene conto questa metodologia riguarda l'eventuale possibilità di una cessione ad un acquirente strategico disposto a pagare un premio per l'acquisto di una quota parziale o totale dell'azionariato. Di seguito viene riportato il metodo più comune che mette in relazione una combinazione matriciale dei multipli e degli anni di *exit*:

		Years				
		6	7	8	9	10
Exit multiple	11.0x	4.72%	13.43%	13.86%	13.49%	
	11.5x	6.33%	14.48%	14.71%	14.21%	
	12.0x	7.80%	15.46%	15.52%	14.89%	
	12.5x	9.16%	16.39%	16.28%	15.53%	
	13.0x	10.42%	17.27%	17.01%	16.15%	
	13.5x	11.60%	18.11%	17.70%	16.73%	
	14.0x	12.72%	18.90%	18.36%	17.29%	

La figura sopra riportata assume fisso l'ammontare di leva finanziaria e l'apporto iniziale di *equity*. Grazie a questa tabella, questo studio è in grado di determinare il *range* di valori dell'*IRR* che *Blackstone* avrebbe ottenuto disinvestendo in periodi diversi, a multipli EV/EBITDA diversi. Considerando la vendita dell'ultima partecipazione in *Hilton*, risalente al 2018, il fondo americano dichiara di aver ottenuto un MOIC pari a 3.1x ed un *IRR* lordo (escluse, quindi le varie *fee* di gestione) pari al 15%, il che si dimostra in linea con l'andamento calcolato.

4.5. Conclusioni

Il caso Blackstone–Hilton ha saputo dimostrare come un *LBO* possa riconfigurare in profondità la struttura proprietaria, la strategia competitiva e la cultura interna di una società nel momento in cui la leva finanziaria, e la *governance* vengono coordinati efficientemente. Dalla privatizzazione del 2007 alla ri-quotazione del 2013, l'evoluzione di *Hilton* evidenzia una sequenza causale riconoscibile in cui si possono collegare il riallineamento degli incentivi tramite vertici manageriali rinnovati, la migrazione verso un modello “*asset-light*” fondato su *management e franchising* e la gestione attiva del passivo durante il 2008 – 2009, con interventi di rifinanziamento e di riacquisto del debito. In tale cornice, la ristrutturazione del 2010 ha ricostituito dei significativi margini di manovra per la crescita di *Hilton*.

Il modello sviluppato in questo capitolo formalizza un'analisi *LBO ex post* che cerca di replicare, a fini didattici e con le dovute semplificazioni, le prassi professionali utilizzate giornalmente dai fondi e dalle banche d'investimento per valutare possibili transazioni, offrendo una lettura causale della creazione di valore che supera l'esegesi meramente descrittiva del caso.

CONCLUSIONI

La tesi ha voluto mostrare la catena causale che collega incentivi, leva finanziaria, *governance* ed esiti economici delle operazioni di *LBO*. Le variabili all'interno di questo tipo di transazione funzionano come un sistema di equazioni simultanee, in cui variazioni nei *covenant*, nel *mix* di debito o nell'incasso dei flussi di cassa contribuiscono alla dinamica dei risultati ed alle possibili opzioni di *exit*; spetterà agli amministratori del fondo il compito di escogitare una strategia in grado di massimizzare il valore per i *partner*. Si può quindi dedurre che, per prima cosa, la leva che caratterizza i *LBO* rappresenta sia un vincolo restrittivo, sia un importante catalizzatore per il miglioramento delle *performance* aziendali. Il cuore dell'operazione non consiste nel debito in quanto tale, bensì nella disciplina che esso impone e nella capacità del nuovo assetto proprietario di tradurla in un miglioramento strutturale dei fondamentali. Il caso *Hilton-Blackstone*, qui utilizzato come studio empirico, rende tangibile questo concetto. L'operazione ha esposto l'azienda ad una congiuntura straordinariamente avversa e, allo stesso tempo, ha evidenziato come una visione industriale chiara basata su *marchio*, scala, distribuzione, e progressivo allontanamento da un *business model* ad alta intensità di capitale possa interagire virtuosamente con la disciplina del capitale. In sintesi, un *LBO* crea valore quando l'impresa ha spazi dimostrabili di miglioramento operativo e strategico, quando la struttura del debito è calibrata sulla volatilità intrinseca dei flussi, quando gli incentivi spingono il *management* verso risultati economici di qualità e misurabili, e quando l'esecuzione è supportata da dati, sistemi e talenti adeguati. L'efficacia di un *leveraged buyout* dipende quindi dall'articolazione tra i diversi ruoli della strategia di lungo termine, dell'operatività e della finanza. Se ben progettati e ben eseguiti, come dimostra il caso esaminato, gli *LBO* fungono da catalizzatori di efficienza, disciplina e crescita, traducendo la pressione della leva finanziaria in creazione di valore reale e durevole anche durante momenti di incertezza macroeconomica.

BIBLIOGRAFIA

- **Accornero, A.** (2020) ‘Come si strutturano i *leveraged buyout*’, *Rivista di diritto societario*.
- **Acharya, V.V., Gottschalg, O., Hahn, M. and Kehoe, C.** (2011) ‘Corporate governance and value creation: Evidence from private equity’, *Review of Financial Studies*, 24
- **Achtleiner, W., Braun, R. and Tappeiner, F.** (2009) ‘Determinants of financial covenants in leveraged buyouts: Evidence from an economy with strong creditor rights’, *European Financial Management*
- **Achtleiner, W., Braun, R. and Engel, E.** (2011) ‘Value creation and pricing in buyouts: Empirical evidence from Europe and North America’, *Review of Financial Economics*
- **Albertus, J.F. and Denes, M.R.** (2019) ‘Distorting private equity performance: The rise of fund debt’, *Journal of Financial Economics*, 132
- **American Investment Council** (2022) 2022 Q4 Private Equity Trends. Washington, DC: American Investment Council. Available at: <https://www.investmentcouncil.org> (Accessed: 29 June 2025).
- **Anzia, S.F. and Spindel, J.** (2024) *Labor’s Capital: Public Pensions and Private Equity*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- **Aramonte, S., Lee, S.J. and Stebunovs, V.** (2019) ‘Risk taking and low longer-term interest rates: Evidence from the U.S. syndicated term loan market’, *Journal of Banking and Finance*, 106, pp. 235–249.
- **Austin, J. and Phalippou, L.** (2023) ‘Decomposing value gains – The case of the best leveraged buy-out ever’, *Journal of Corporate Finance*, 76.
- **Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P. and Weisbach, M.S.** (2013) ‘Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts’, *The Journal of Finance*

- **Ayash, B. and Rastad, M.** (2019) ‘Leveraged buyouts and financial distress’, *Journal of Corporate Finance*, 59
- **Bain & Company** (2025) *Global Private Equity Report 2025*. Boston, MA: Bain & Company.
- **Bhardwaj, A., Gupta, A. and Howell, T.** (2025) ‘Capital structure & firm outcomes: Evidence from dividend recapitalizations in private equity’, *Journal of Financial Economics*, [in press].
- **Bank for International Settlements (BIS)** (2025) *BIS Quarterly Review*. Basel: Bank for International Settlements.
- **Bruner, R.F.** (2004) *Applied Mergers and Acquisitions – University Edition*. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Cao, J., Cumming, D., Qian, M. and Wang, X.** (2014) ‘Cross-border LBOs’, *Journal of Banking and Finance*, 42
- **Congressional Research Service** (2020) *Leveraged Loans and Collateralized Loan Obligations (CLOs): Recent Developments and Policy Actions*. Washington, DC: Congressional Research Service.
- **Colla, P., Ippolito, F. and Wagner, H.F.** (2011) ‘Leverage and pricing of debt in LBOs’, *Journal of Corporate Finance*, 17
- **Demaria, C.** (2020) *Introduction to Private Equity, Debt and Real Assets: From Venture Capital to LBOs, Senior to Distressed Debt, Immaterial to Fixed Assets*. 4th ed. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Demaria, C., Pedergrana, M., He, J., Rissi, C. and Debrand, O.** (2021). *Asset Allocation and Private Markets*. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Eckbo, B.E.** (2013) *Corporate Restructuring*. Hanover, MA: Now Publishers.
- **Fahlenbrach, R., Rotermund, A. and Steffen, S.** (2024) ‘Navigating new norms: The response of LBO financing to post-crisis regulation and market shifts’, *Journal of Financial Intermediation*, [in press].
- **Friestedt, M. and Patel, V.** (2013) ‘Revisiting management compensation in LBOs’, *Journal of Applied Corporate Finance*, 25

- **Gervasoni, A. and Sattin, F.** (2020) *Private Equity e Venture Capital: Manuale di investimento nel capitale di rischio*. Milano: Egea.
- **Gompers, P., Kaplan, S.N. and Mukharlyamov, V.** (2015) ‘What do private equity firms say they do?’, *Journal of Financial Economics*, 121
- **Gompers, P., Ivashina, V. and Ruback, R.** (2019) *Private Equity: A Casebook*. New York: Routledge.
- **Gredil, O., Griffiths, S. and Stucke, R.** (2014) ‘Benchmarking private equity: The direct alpha method’, *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2403521.
- **Grimaud, J.** (2015) ‘What is the impact of private equity funds on LBO value creation?’, *International Journal of Financial Studies*, 3
- **Guo, S., Hotchkiss, E.S. and Song, W.** (2011) ‘Do buyouts (still) create value?’, *The Journal of Finance*, 66
- **Hoeing, L., Schmitter, P. and McGrath, T.** (2023) ‘The rising cost of debt: Impact on private equity’, *Journal of Alternative Investments*, [in press].
- **Houlihan Lokey** (2023) *2023 Going Private Transaction Study*. Los Angeles, CA: Houlihan Lokey.
- **Huang, H.** (2010) ‘Hedge funds and shareholder wealth gains in leveraged buyouts’, *Financial Management*, 39
- **Ivashina, V. and Vallee, B.** (2020) *Weak Credit Covenants*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (NBER Working Paper 27188).
- **Ivashina, V. and Kovner, A.** (2010) ‘The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking’, *Review of Financial Studies*, 24
- **Jenkinson, T. and Sousa, M.** (2015) ‘What determines the exit decision for leveraged buyouts?’, *Review of Financial Studies*, 28
- **Jenkinson, T. and Stucke, R.** (2011) ‘Who benefits from leverage in LBOs?’, *Review of Financial Studies*, 24
- **Kaplan, S.N. and Stein, J.C.** (1993) ‘The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s’, *The Quarterly Journal of Economics*, 108
- **Kaplan, S.N. and Schoar, A.** (2005) ‘Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows’, *The Journal of Finance*, 60

- **Kessing, F., Weiss, D. and Cravath, Swaine & Moore LLP** (2018) *Market Trends 2018/2019: Leveraged Finance*. New York: Cravath, Swaine & Moore LLP.
- **Kocis, J., Bachman, J., Long, A. and Nickels, C.** (2009) *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Kurniawan, A., Hermawan, A., Syahputra, A., Aris, A., Indrayani, S., Khaddafi, M. and Damsar, M.** (2023) 'Impact of leveraged buyout (LBO) and management buyout (MBO) on companies', *International Journal of Social Science, Educational, Economics, Agriculture Research, and Technology*, 4
- **Larreur, A.** (2021). *Structured Finance: Leveraged Buyouts, Project Finance, Asset Finance, and Securitization*. 2nd edn. London: Palgrave Macmillan.
- **Loos, B.** (2005) *Value Creation in Leveraged Buyouts*. Frankfurt: Peter Lang.
- **Malenko, A. and Malenko, N.** (2015) 'A theory of LBO activity based on repeated debt–equity conflicts', *Journal of Financial Economics*, 117
- **Mathews, J.** (2017). *Modeling Leveraged Buyouts*. New York: Palgrave Macmillan.
- **McCarthy, M. and Shelton, C.** (2018) *Turning the Middle Market Upside Down: Untrenched Financing in U.S. Middle-Market Leveraged Buyouts*. Chicago, IL: University of Chicago Press.
- **McKinsey & Company** (2025) *Global Private Markets Report 2025*. New York: McKinsey & Company.
- **Morgan Stanley** (2025) *Evolution of Direct Lending – Private Credit Primer*. New York: Morgan Stanley.
- **National Association of Insurance Commissioners (NAIC)** (2024) *Private Credit Primer*. Washington, DC: National Association of Insurance Commissioners.
- **Nikoskelainen, E. and Wright, M.** (2007) 'The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts', *Journal of Corporate Finance*, 13
- **Phalippou, L.** (2024) 'The tyranny of IRR', *Journal of Applied Corporate Finance*, 36
- **Pignataro, P.** (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Pinto, R.** (2022) 'The economics of LBOs: Evidence from the syndicated loan market', *European Review of Business Economics*, 2

- **Renneboog, L. and Vansteenkiste, C.** (2017) ‘Leveraged buyouts: An overview of the literature’, *Corporate Governance: An International Review*, 25
- **Rosenbaum, J. and Pearl, J.** (2009) *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions*. Hoboken, NJ: Wiley.
- **Scharfman, J.** (2018) *Private Equity Compliance: Analyzing Conflicts, Fees and Risks*. Hoboken, NJ: Wiley
- **Seides, T.** (2024). *Private Equity Deals*. New York: Routledge.
- **Shleifer, A. and Summers, L.H.** (1988) ‘Breach of trust in hostile takeovers’, *in: Auerbach, A.J. (ed.) Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago, IL: University of Chicago Press
- **S&P Global Market Intelligence** (2020) *Leveraged Commentary & Data: Leveraged Loan Primer*. New York: S&P Global.
- **Tan, L.** (2024) ‘A study on the relationship between leveraged buyouts and profitability’, *Journal of Financial Research*, [in press].
- **Ueda, K.** (2012) ‘Deleveraging and monetary policy: Japan since the 1990s and the United States since 2007’, *Journal of Economic Perspectives*, 26
- **Villavicencio, A. and Rigot, S.** (2013) ‘The determinants of pension funds’ allocation to private equity’, *Journal of Pension Economics and Finance*, 12
- **Xu, Y.** (2004) ‘Venture capital and buyout funds as alternative equity investment classes’, *Journal of Alternative Investments*, 6
- **Yates, D. and Hinchliffe, J.** (2010) *A Practical Guide to Private Equity Transactions*. London: Sweet & Maxwell.