



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

INVESTITORI STRATEGICI E PRIVATE EQUITY: EFFETTI POST DEAL

RELATORE:

CH.MO PROF. Alberto Lanzavecchia

LAUREANDO: Daniel Zanon

MATRICOLA N. 1113238

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

“Vorrei ringraziare il Prof. Alberto Lanzavecchia che oltre ad essere un ottimo professore, è stato un maestro di vita insegnandomi che la “finanza” può essere utilizzata non solo a scopo lucrativo, ma come strumento potente che permette di creare del bene e aiutare le persone e popolazioni meno agiate.

Ringrazio Valentina che nonostante la distanza ha sempre creduto in me e mi ha appoggiato in tutte le mie decisioni.

Un grande ringraziamento va ai miei genitori che mi hanno sempre sostenuto e mi hanno dato la possibilità di intraprendere il percorso universitario, sacrificando molto spesso i loro interessi per non farmi mancare mai niente.

Vorrei infine ringraziare mio fratello Michael, per avermi sempre aiutato e dato consigli nei momenti del bisogno.”

Indice

Introduzione	7
--------------------	---

CAPITOLO 1

1 Fondi di Private Equity vs Investitori Strategici	9
1.1 Fondi di Private Equity ed introduzione al LBO	9
1.2 Investitori strategici	12
1.3 Processo d'investimento fondi di PE vs investitori strategici	14
1.3.1 Raccolta iniziale dei capitali di equity	14
1.3.2 Individuazione del target ideale	14
1.3.3 Due diligence	22
1.3.4 Valutazione dell'investimento	26
1.3.5 Strumenti utilizzati per finanziare l'investimento	36
1.3.6 Piani di uscita	47

CAPITOLO 2

2 Metodi di pagamento ed effetti post deal	51
2.1 Metodi di pagamento nelle operazioni di M&A eseguite da investitori strategici	51
2.1.1 Fattori che condizionano le modalità di pagamento e di finanziamento	53
2.1.2 Struttura finanziaria, metodi di pagamento e riduzione del debito in operazioni svolte da investitori strategici	61
2.2 Tipo di debito utilizzato dai fondi di private equity e riduzione del livello di debito post LBO	65
2.3 Investimenti post-deal	69
2.3.1 Teoria generale	69
2.3.2 PE ed investimenti post-LBO	71
2.3.3 R&D post-acquisizione	75

CAPITOLO 3

3 Descrizione del campione e analisi dei risultati	79
3.1 Descrizione del campione analizzato e dei dati utilizzati	79
3.2 Scelta del modello statistico utilizzato per analizzare l'effetto del debito sul CAPEX	80
3.2.1 Scelta del modello di regressione ideale per gli investitori finanziari ed investitori strategici	81
3.3 Analisi e comparazione dei risultati	82
3.3.1 Diminuzione del debito post deal: fondi di PE vs Investitori Strategici	82
3.3.2 Influenza del debito sugli investimenti: fondi di PE vs Investitori Strategici	85

<i>Conclusioni</i>	87
<i>Allegati</i>	93
<i>Bibliografia</i>	107

INTRODUZIONE

L'acquisizione di un'azienda target è un'operazione che può perseguire finalità diverse: se l'acquirente è un fondo di Private Equity (in seguito, PE) l'obiettivo è tipicamente quello di realizzare un rendimento il più elevato possibile al momento del disinvestimento, che spesso si realizza nel medio periodo (5-7 anni). Diversamente, se l'acquirente è un investitore strategico, il fine è tipicamente quello di acquisire un complesso aziendale che permetta di realizzare sinergie con la propria attività svolta.

I due differenti obiettivi implicano diversi criteri di scelta della società target, modalità di pagamento o finanziamento dell'operazione. Ma anche differenti comportamenti ed attuazione di decisioni operative post deal, a seconda del fine perseguito – estrazione di valore o realizzazione di sinergie.

Infatti, dal momento che, a parità di valore del business, minore è il debito finanziario, maggiore è il valore dei mezzi propri, l'investitore PE potrebbe non avere interesse a far crescere l'azienda, bensì solamente a ridurre l'esposizione finanziaria (contratta proprio per acquisirne una partecipazione), attraverso i flussi di cassa sottratti proprio agli investimenti per lo sviluppo. D'altra parte, l'investitore strategico, per realizzare effettivamente le sinergie attese, dovrà investire ulteriormente nell'integrazione post merger (operations, IT, finanza), attraverso investimenti finalizzati alla creazione di valore.

Da qui, sorge la domanda, anzi, le domande alla base della presente ricerca:

- come cambia (diminuisce o aumenta) il livello di indebitamento nella società target soggetta a LBO e negli investitori strategici post deal?
- il debito totale finanziario influenza l'andamento dei nuovi investimenti nelle società target soggette ad acquisizione da fondi di PE e per gli investitori strategici?

Per rispondere a queste due importanti domande, il presente lavoro è stato così strutturato. Dopo aver dato una descrizione di quali sono i requisiti fondamentali che una società target deve avere per i fondi di PE e per investitori strategici (capitolo 1) e delle modalità con cui questi investitori svolgono e finanziano l'operazione, nonché l'impatto che un LBO condotto da un fondo di PE e un'acquisizione svolta da un investitore strategico hanno post-deal sul debito e sugli investimenti (capitolo 2), verrà analizzato un campione di 46 società target italiane oggetto di acquisizione da fondi di PE e 49 acquisizioni eseguite da investitori strategici italiani (capitolo 3). Trattandosi di società italiane (ove la letteratura di riferimento è meno ampia e profonda) i risultati sono tutti da scoprire.

CAPITOLO 1

1 Fondi di Private Equity vs Investitori Strategici

1.1 Fondi di Private Equity ed introduzione al LBO

I fondi di **private equity** (PE) sono fondi chiusi che raccolgono capitali da privati e investitori istituzionali, come banche, fondazioni, compagnie di assicurazione e fondi pensione per investirli in società non quotate ad alto potenziale di crescita (Società Target). Solitamente l'intera operazione di investimento viene implementata mediante l'ausilio del leveraged buyout (LBO), al fine di massimizzare il rendimento che sarà ottenuto successivamente alla cessione della società target dopo un periodo che in media va dai 3 ai 5 anni dalla sua acquisizione.¹ I fondi di PE sono composti da limited partners (LP) e da general partners (GP). I primi forniscono i capitali necessari a porre in essere le operazioni di LBO, aspettandosi di ricevere un elevato ritorno finanziario successivamente alla chiusura del fondo. I GP si occupano della gestione del fondo e degli investimenti ottenendo, per l'attività svolta, delle management fee sia fisse che variabili in relazione alle prestazioni del fondo, quest'ultime solitamente si aggirano attorno al 20%.²

I vantaggi in cui incorrono i fondi di PE derivano da:

- **Compensi variabili:** fanno sì che i GP sfruttino al meglio le opportunità di guadagno. Essi vengono fortemente motivati a restituire l'investimento ai LP e ad ottenere il massimo profitto possibile. A seguito dell'esistenza delle fee variabili i GP sono incentivati ad assumere maggiori rischi e dunque un comportamento più dinamico.
- **Mancanza di separazione fra controllo e proprietà:** i GP possono intervenire nel portafoglio delle imprese componenti il fondo ogni qualvolta la performance risulti deludente e la strategia complessiva necessita di aggiustamenti.
- **Non esiste un problema di flusso di cassa disponibile:** i LP non devono preoccuparsi che la liquidità ottenuta in una prima fase del processo di investimento venga dissipata in fasi successive dello stesso. Il denaro ricavato dalla prima fase deve essere distribuito agli investitori.

¹ J Crew., "Leveraged Buyout Model-Quick Reference", Breaking Into Wall Street», Pag. 1.

² Eli Talmor, Florin Vasvari, International Private Equity, John Wiley And Sons Ltd Publication, 2011, Pag. 255.

Nei fondi di PE l'accordo di partnership solitamente ha una durata di 10 anni o anche meno. Al termine di tale periodo le imprese che compongono il fondo devono essere vendute ed i profitti distribuiti. I GP non possono reinvestire il denaro dei LP. Naturalmente, se il fondo ha avuto successo, i GP possono convincere i vecchi LP o nuovi investitori istituzionali a formarne un altro.³

Il leveraged buyout (LBO) è un'operazione di finanza straordinaria solitamente utilizzata per acquisire una società (Target), un ramo d'azienda oppure un insieme di asset che si distingue da una normale acquisizione in quanto il valore della transazione viene finanziato per la maggior parte del suo importo attraverso capitale di debito e per la parte restante mediante equity. In media l'ammontare di debito che viene utilizzato si aggira attorno al 65-70% del prezzo d'acquisto ed in certi casi si è anche raggiunto il 90%.⁴

Il punto di partenza per intraprendere un LBO è la creazione di una Newco chiamata anche holding company (HC), la quale acquisterà le quote o azioni della società target. La struttura finanziaria della Newco è caratterizzata per la maggior parte da capitale di debito e solo in piccola percentuale da patrimonio netto.⁵ Sostanzialmente la HC risulta essere una "scatola vuota" e la sua capacità di ottenere finanziamenti dagli istituti di credito si basa sul valore degli asset e sulle previsioni di flussi di cassa futuri della target, necessari per rimborsare le quote capitale e pagare gli interessi, mentre l'equity viene conferito in denaro dal fondo di PE ed in certi casi anche dal management entrante o già esistente prima dell'operazione e/o dai soci uscenti che reinvestono una parte di quanto ottenuto dalla vendita.⁶

Successivamente all'acquisto della società target si ha la fusione tra questa e la HC, potendo così sfruttare anche la deduzione fiscale derivante dagli interessi pagati sul finanziamento in precedenza acceso.⁷

Lo scopo dei fondi di PE è quello di mantenere in portafoglio la società target per un periodo di tempo breve (in media dai 3 ai 5 anni) e venderla col fine di ottenere un ritorno finanziario

³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, *Principi Di Finanza Aziendale*, McGraw Hill, 2015, Pag. 750-763.

⁴ Eli Talmor, Florin Vasvari, *International Private Equity*, John Wiley And Sons Ltd Publication, 2011, Pag. 255.

⁵ Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi, *Corporate Finance Theory And Practice*, John Wiley & Sons Ltd Publication, 2018, Pag. 837.

⁶ L. Edwin, Jr. Miller, *Mergers And Acquisitions: A Step-By-Step Legal And Practical Guide*, John Wiley & Sons Inc., 2008, Pp. 295-296. Edwin L., Miller Jr., "Mergers And Acquisitions", John Wiley & Sons, Inc., Pag. 295-296.

⁷ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, *Principi Di Finanza Aziendale*, McGraw Hill, 2015, Pp. 750-763. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi Di Finanza Aziendale", McGraw Hill 2015, Pag. 750-763.

maggiore rispetto all'equity in precedenza investito. Tale obiettivo solitamente viene raggiunto se al momento del disinvestimento si sono verificate le seguenti condizioni:

- **Aumento del valore della società target** attraverso il miglioramento dei processi operativi e gestionali.
- **Riduzione del debito** contratto per svolgere l'operazione, mediante l'uso del cash flow operativo generato dalla target, incrementando così l'incidenza dell'equity nella struttura finanziaria della target.
- **Vendita della società target** quando le condizioni di mercato sono ottimali.⁸

Anche se le operazioni di leveraged buyout possono assumere forme diverse a seconda dei differenti livelli di indebitamento, dimensioni della società target, ecc. principalmente sono tre i passaggi base che lo caratterizzano: creazione di una Newco la cui struttura finanziaria è caratterizzata da un alto livello di indebitamento, acquisizione della target e fusione tra Newco e target (Fig. 1).

⁸ Eli Talmor, Florin Vasvari, International Private Equity, John Wiley And Sons Ltd Publication, 2011, Pag. 256.

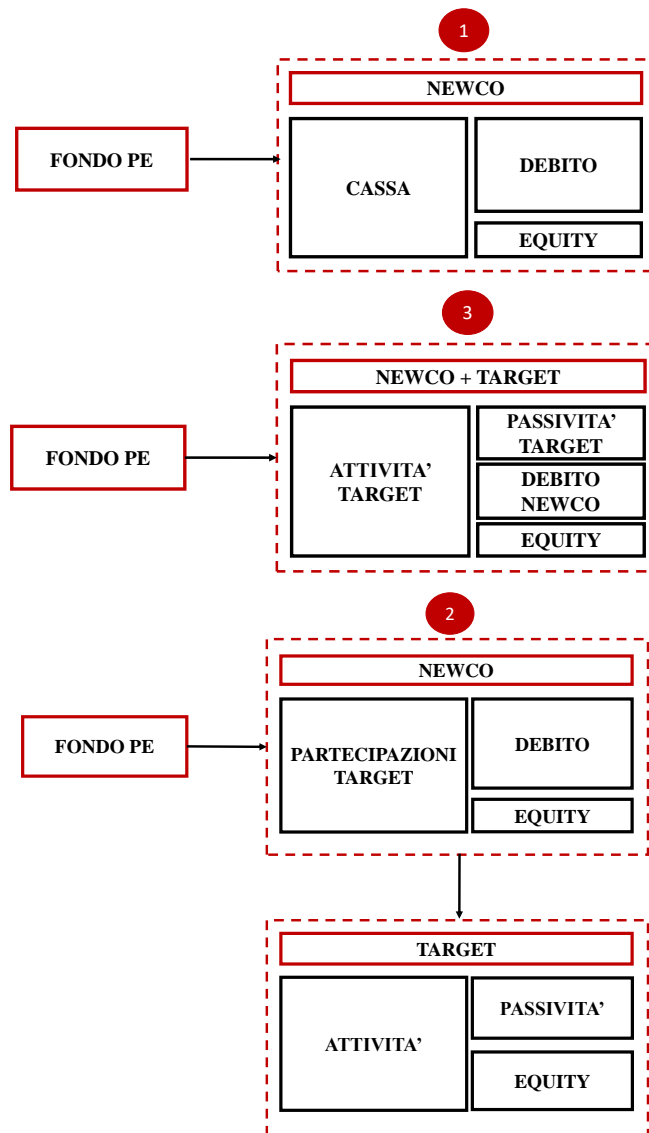


Fig.1

1.2 Investitori strategici

Gli investitori strategici (IS) sono tutti quei soggetti che operano nello stesso settore della target o sono società multi-business. Questi attraverso operazioni di acquisizione e fusione possono proseguire una strategia di crescita radicale e competitiva che spesso comporta numerosi vantaggi:

- **Operazioni più rapide:** l'acquisizione di un'impresa già avviata, con propri impianti, clienti e fornitori assicura l'operatività immediata della nuova realtà, riducendo fortemente i tempi ed i costi d'avvio del nuovo impianto o d'ingresso in un nuovo mercato.
- **Miglioramento della redditività:** attraverso la razionalizzazione delle strutture delle due società oggetto dell'operazione, effettuata durante il processo di integrazione.
- **Acquisizione di nuove competenze e risorse possedute dalla società target:** in questo caso le risorse possono essere sia tangibili che intangibili. Solitamente le operazioni di

M&A hanno lo scopo di acquisire quest'ultime, in quanto nella maggior parte dei casi tali risorse sono difficili da scorporare dalla realtà che attualmente le controlla (es. il Know-How).

- **Entrata e sviluppo dimensionale rapido in nuovi mercati geografici:** l'implementazione di un'operazione di M&A permette di superare eventuali barriere all'ingresso e può comportare un rischio minore rispetto ad un investimento diretto di tipo green field, il quale può implicare in misura più o meno rilevante la mancata conoscenza del contesto economico, istituzionale e culturale del paese straniero. L'operazione di M&A invece, riduce drasticamente i tempi ed i costi e permette di colmare le asimmetrie informative.
- **Acquisizione di nuovi clienti:** l'investitore strategico può acquisire le quote di mercato della società target ed entrare nelle relazioni già in essere con i clienti, senza dover sostenere costi di creazione e sviluppo della relazione. In questo caso però la società acquirente può incorrere nel rischio di perdere i clienti acquisiti nel caso in cui la successiva integrazione comportasse errori e/o ritardi nell'evasione degli ordini.
- **Diversificazione del portafoglio di prodotti o servizi offerti.**
- **Superamento o innalzamento di barriere all'entrata in un mercato.**
- **Acquisizione di alcuni concorrenti sul mercato:** in questo modo è possibile ridurre l'offerta totale e di conseguenza la competizione, però questo deve avvenire nel rispetto dalla normativa antitrust.
- **Vantaggi finanziari e benefici fiscali:** difficilmente però un'operazione di M&A è basata esclusivamente su questo tipo di vantaggi.⁹

Le modalità (che saranno spiegate successivamente) con le quali gli investitori strategici acquistano una società, di norma sono meno complesse rispetto al leveraged buyout utilizzato dai fondi di private equity, ad esempio non vi è la necessità di costituire una Newco caratterizzata da un debito elevato. Per gli IS l'orizzonte temporale della durata dell'investimento è focalizzato nel lungo periodo e non nel breve, perché il loro scopo è quello di raggiungere ampie sinergie (attraverso l'integrazione dei business dell'acquirente e della target) e non massimizzare il rendimento dell'investimento.¹⁰

⁹ Grant M. Robert, Jordan Judith, Mazzanti M.(Ed.) , Fondamenti Di Strategia, Bologna, Mulino, 2013, Cap. 8.

¹⁰ Vild Jan, Zeisberger Claudia, Strategic Buyers Vs Private Equity Buyers In An Investment Process, In « Insead, Working Paper», (2014),, Pag. 12.

1.3 Processo d'investimento fondi di PE vs investitori strategici

Fino ad ora è stato spiegato chi sono i fondi di private equity e chi sono gli acquirenti strategici mettendo in evidenza solo alcune delle loro peculiarità ed è stata fornita una definizione di leveraged buyout seguita da una breve descrizione.

Di seguito verranno analizzate solamente le fasi del processo d'investimento nelle quali è possibile riscontrare le maggiori differenze tra i fondi di PE e gli investitori strategici.

Il processo d'investimento oggetto d'analisi è formato dalle seguenti fasi:

1. Raccolta iniziale dei capitali di equity
2. Individuazione del target ideale
3. Due diligence
4. Valutazione dell'investimento.
5. Finanziamento dell'investimento
6. Piano d'uscita
- 7.

1.3.1 Raccolta iniziale dei capitali di equity

Per gli investitori strategici il fabbisogno di capitale a titolo di equity di norma viene reperito attraverso il normale svolgimento dell'attività operativa, a seguito dei conferimenti effettuati da parte dei soci oppure mediante un Initial Public Offering (IPO).

Per i fondi di PE, a differenza degli investitori strategici, i capitali di equity utilizzati successivamente per finanziare una parte dell'investimento sono forniti dai limited partner (LP) ai quali, a causa della forte dipendenza, devono essere garantiti alti ritorni.¹¹

1.3.2 Individuazione del target ideale

Gli investitori strategici (IS) hanno un'ampia conoscenza dei loro concorrenti nonché delle dinamiche del settore in cui operano e sono ben informati riguardo i cambiamenti che avvengono al suo interno. Tale set di informazioni a disposizione, permette agli IS di capire facilmente quali sono le società in vendita e le loro caratteristiche. I target ideali devono possedere requisiti che siano in linea con la strategia e le aspettative degli IS, però spesso tale

¹¹ Vild Jan, Zeisberger Claudia, Strategic Buyers Vs Private Equity Buyers In An Investment Process, In « Insead, Working Paper», (2014),, Pag. 3.

necessità rappresenta un limite alle possibilità di intraprendere operazioni straordinarie da parte di questi soggetti.

Diversamente, i fondi di PE non hanno sempre conoscenza del mercato e delle società che vi operano, ma compensano questa mancanza svolgendo una rigorosa analisi finanziaria che ha ad oggetto i potenziali target e sfruttando il network in cui molto spesso sono inseriti, costituito da banche d'investimento, società di advisory finanziario, studi legali, ecc. Nonostante il diverso grado di conoscenza del mercato rispetto agli IS i fondi di PE sono comunque in grado di individuare in maniera tempestiva le società che potrebbero essere acquisite e che garantiscano non più (come in precedenza indicato) la perfetta complementarità con gli obiettivi strategici della società acquirente, ma bensì un'ampia crescita delle performance che garantiscano al fondo un'elevata rendita.¹²

Il candidato ideale per i fondi di PE deve essere in grado di garantire al termine del leveraged buyout un alto rendimento e per questo motivo i requisiti fondamentali sono:

1. **Basso indebitamento:** necessario per far sì che l'investimento attraverso il successivo utilizzo di un'elevata leva finanziaria generi un alto rendimento.¹³

Per dimostrare quanto appena detto consideriamo il seguente scenario: supponiamo che una società venga acquistata per 100€ usando per il 100% del suo valore solo equity e si ipotizzi che la target venga venduta dopo 5 anni a 200€.

Equity	100 €				
Debito	0 €				
T0 (Acquisizione)	T1	T2	T3	T4	T5 (Exit)
-100 €	0 €	0 €	0 €	0 €	200 €

TIR 15% Fig.2

Dalla figura numero 2 si può notare che il tasso interno di rendimento (TIR), che permette di misurare il rendimento di un flusso monetario verificatosi in un determinato periodo di tempo a seguito di un investimento, risulta essere pari al 15%.

Se consideriamo il caso in cui l'investimento venga finanziato metà con capitale di debito e l'altra metà con equity si nota che il TIR è pari al 25% (vedi figura numero 3)

¹² Ivi, Pag.3-4.

¹³ Eli Talmor, Florin Vasvari, International Private Equity, John Wiley And Sons Ltd Publication, 2011, Pag. 258.

e tale valore aumenta al crescere dell'indebitamento utilizzato per acquistare la società target.¹⁴

Equity	50 €
Debito	50 €

T0 (Acquisizione)	T1	T2	T3	T4	T5 (Exit)
-50 €	0 €	0 €	0 €	0 €	150 €

TIR 25% Fig.3

2. Cash flow elevati e costanti: i flussi di cassa operativi della società target devono essere in grado di garantire il rimborso delle quote capitali ed il pagamento degli interessi riferibili al prestito acceso con gli istituti di credito, necessario per poter finanziare l'operazione di leveraged buyout. Più alto è il cash flow operativo più elevato è l'importo del finanziamento che viene ripagato. Questo meccanismo permette alla società in portafoglio di incrementare il proprio equity value, con la conseguenza che il fondo di PE può ottenere un rendimento maggiore quando procederà al disinvestimento. In certi casi per poter abbattere il più possibile il debito vengono venduti alcuni asset della società target che non sono fondamentali allo svolgimento del business.¹⁵

Per avere flussi di cassa elevati e prevedibili, la società che il fondo di PE vuole acquisire deve avere le seguenti caratteristiche:

- **Stabili flussi di cassa operativi storici.**
- **Il mercato in cui opera è già consolidato.**
- **Principale player del mercato di riferimento** in grado di difendere la propria posizione. Quanto appena detto è possibile soprattutto nei casi in cui sono presenti forti barriere all'entrata come ad esempio la necessità per un nuovo entrante di sostenere elevati costi di R&S per poter entrare nel mercato, di realizzare ampie economie di scala per poter essere competitivi, ecc.
- **Forte brand awareness.**
- **Stabile domanda** dei prodotti o servizi da parte dei clienti.
- **Stipula di contratti di lungo periodo** alla base delle vendite dei prodotti e servizi.

¹⁴ J. Crew., Leveraged Buyout Model-Quick Reference, In «Breaking Into Wall Street», Pag. 1.

¹⁵ Quiry Pascal, Dallochio Maurizio, Le Fur Yann, Salvi Antonio, Corporate Finance Theory And Practice, John Wiley & Sons Ltd Publication, 2018, Pag. 841.

- **Non ha la necessità di sostenere elevati investimenti** durante tutto il periodo precedente al successivo disinvestimento.¹⁶
3. **Disponibilità di immobilizzazioni immateriali facilmente convertibili in liquidità:** una società rispetta questo requisito quando il suo attivo è costituito da un alto ammontare di immobilizzazioni materiali che possono essere facilmente vendute nel mercato ad un prezzo elevato e ciò è reso possibile solo quando queste non siano troppo specifiche per il business svolto dalla società target. L'attivo immobilizzato facilmente convertibile in liquidità può essere offerto come garanzia agli istituti di credito, potendo così ottenere un prestito dagli importi anche elevati ad un tasso di interesse ragionevole. Le società che non possiedono il requisito oggetto di discussione comunque possono essere considerate ottimi target dai fondi di PE se presentano cash flow operativi elevati e costanti.¹⁷
4. **Opportunità di crescita:** permettono alle società target di migliorare i propri risultati durante il periodo in cui sono incluse all'interno del portafoglio investimenti del fondo di PE. Alte aspettative di crescita permettono, se si avverano, alla società target di:
- **Ripagare il debito più velocemente;**
 - **Incrementare il suo equity value;**
 - **Sfruttare le economie di scale e ottenere maggiori margini di profitto.**
 - **Aumentare le possibilità di successo di un'IPO** al momento del disinvestimento, permettendo così al fondo di PE di beneficiare di rendimenti più elevati.

Le opportunità che possono generare maggiori benefici sono quelle che non sono state ancora intraprese dalla società target o quelle che non sono ancora state individuate dai concorrenti.¹⁸

5. **Deve operare all'interno di un mercato in cui sono presenti molti acquirenti sia strategici che finanziari:** per i fondi di PE questo è un requisito fondamentale in quanto come già in precedenza detto la loro esigenza è vendere velocemente la società target entro un determinato arco di tempo cercando di massimizzare il TIR.¹⁹
6. **Presenza di un management team capace:** per poter ottenere una veloce crescita delle performance della società target è necessario che questa sia amministrata da persone

¹⁶ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 258.

¹⁷ *Ibidem.*

¹⁸ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 259.

¹⁹ *Ibidem.*

capaci di operare sotto alti livelli di pressione, dovuti alla presenza dell'obiettivo di massimizzare il rendimento per il limited partner del fondo di PE e dalla necessità di servire un elevato indebitamento. I fondi di PE potrebbero sostituire il management presente al momento dell'acquisizione con soggetti che conoscono molto bene il settore ed in grado di operare sotto le difficili condizioni che si vengono a costituire a seguito di un leveraged buyout.

In alcuni casi i manager sono incentivati a raggiungere determinati obiettivi dando loro la possibilità di acquisire quote o azioni della società target, anche ad un prezzo minore rispetto al valore nominale.²⁰

Le dimensioni delle società target solitamente dipendono dalle regole previste al momento della costituzione del fondo di PE (che possono imporre ai general partner di utilizzare il fondo per finanziare una parte del LBO solo entro un certo importo massimo, pari ad una percentuale del valore della società target in precedenza determinata nel regolamento) ma anche dall'ammontare di finanziamento che gli istituti di credito sono disposti a concedere e dai conferimenti effettuati dai limited partner. L'ampio utilizzo del debito al fine di realizzare un LBO e l'esistenza di grandi fondi di PE favoriscono operazioni di investimento focalizzate su società di grandi dimensioni.

Altri target che possono attirare l'attenzione dei fondi di PE sono quelli che presentano una struttura azionaria concentrata in quanto è possibile trattare prezzi d'acquisto minori, nonostante venga riconosciuto un premio di maggioranza, rispetto al caso in cui l'azionariato di questa sia altamente frammentato.²¹

Come già detto il fine dei fondi di PE è quello di massimizzare nel breve periodo il rendimento derivante dal disinvestimento della società in precedenza acquisita attraverso il leveraged buyout. Diverso è invece l'obiettivo che perseguono gli investitori strategici, quando intraprendono un processo di acquisizione. Solitamente il loro scopo prevede di intraprendere una razionalizzazione dei costi, di eliminare dal mercato un determinato concorrente, ma soprattutto generare ampie sinergie.

Le sinergie si creano in quanto la combinazione del business della società acquirente con quello della target genera un valore maggiore rispetto a quello che si verrebbe a creare dalla somma dei valori dei singoli business, questo è reso possibile grazie all'implementazione delle economie di scala, miglioramento delle tecniche di produzione, combinazione di risorse

²⁰ *Ibidem.*

²¹ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", McGraw Hill 2015, Pag. 750-763.

complementari, reimpiego degli asset in processi che generano un maggior valore aggiunto, ecc.²²

In molti casi una parte delle future sinergie vengono riconosciute ai soci della società che viene acquisita attraverso un maggior prezzo di vendita. Ovviamente l'ammontare dipenderà dall'abilità di contrattazione dei soci della target.

Secondo una ricerca condotta da Walter & Barney nel 1990 è risultato che il 64% delle imprese analizzate ricorrono alla crescita mediante le operazioni di M&A per ricercare nuove risorse, capacità e competenze, il 55% per espandersi in nuovi mercati geografici ed il 36% per aumentare le proprie dimensioni. Quindi si può constatare che le ragioni per le quali gli investitori strategici pongono in essere operazioni di finanza straordinaria possono essere sia di carattere finanziario sia di carattere strategico.²³

Le ragioni di carattere finanziario possono essere:

- 1. Valore latente della società:** il valore di mercato della società target non è pienamente espresso dalla sua attuale valutazione in borsa ed il management dell'impresa acquirente ritiene di essere in grado di farlo emergere.
- 2. Sostituzione del management della società target:** in molti casi un investitore strategico può decidere di acquisire una società perché ritiene che sostituendo il management di questa con il suo, la società target riuscirà in futuro a sostenere una crescita elevata aumentando così il proprio valore di mercato.
- 3. Usufruire dello scudo fiscale:** fondersi con una società che genera perdite può essere d'interesse per una società che genera alti profitti, in quanto permette a questa di abbattere il reddito imponibile mediante l'utilizzo delle perdite pregresse generate dalla prima.
- 4. Miglioramento della posizione finanziaria:** un investitore strategico può decidere di acquistare una società col fine di migliorare la posizione finanziaria nei confronti degli istituti di credito, aumentando così la possibilità di ottenere finanziamenti futuri ad un tasso di interesse non troppo elevato.

Le ragioni finanziarie in sé difficilmente giustificano il perché un investitore strategico avvii un'operazione di M&A, soprattutto se la società target si caratterizza per le sue piccole dimensioni le quali comportano una minore capacità di accesso al credito e la necessità di

²² Predeep Kumar Gupta, "Mergers and Acquisition (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector", Innovative journal of business and management, Pag. 65.

²³ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

consolidare la propria posizione competitiva nel mercato di riferimento. Risulta pertanto opportuno considerare anche le ragioni di carattere strategico.²⁴

Le ragioni di carattere strategico implicano che al termine dell'operazione di M&A vengano a formarsi delle sinergie, dovute a:

1. **Efficientamento produttivo:** si può realizzare attraverso la combinazione delle specifiche competenze della società target e acquirente, permettendo così di migliorare le tecnologie utilizzate nella produzione, lo sviluppo del prodotto, gli approvvigionamenti, ecc.²⁵
2. **Economie di scala:** una concentrazione orizzontale consente di aumentare velocemente la propria quota di mercato e la base di clienti serviti, permettendo così una migliore utilizzazione delle risorse e la possibilità di saturare la capacità produttiva implicando una diminuzione del costo medio unitario del prodotto. Bisogna però evitare di incappare nei costi di compromesso, rappresentati dalla perdita di efficienza per la duplicazione delle risorse.²⁶
3. **Razionalizzazione dei costi operativi:** raggiungibile eliminando le eventuali duplicazioni dei costi presenti, attraverso l'utilizzo di strutture comuni (ad esempio utilizzando un magazzino comune) e di un unico sistema informatico oppure grazie alla realizzazione di un comune apparato amministrativo, HR, contabile e finanziario, ecc.²⁷
4. **Innalzamento delle barriere all'entrata:** la creazione di barriere all'entrata può ad esempio avvenire acquistando un fornitore di risorse strategiche o scarse, scoraggiando così l'entrata nel settore da parte di altre imprese o ostacolando i concorrenti.²⁸
5. **Acquisire nuove linee di prodotto ad un costo minore:** in certi casi sviluppare internamente determinati prodotti può essere più costoso rispetto al valore pagato per acquistare la società che ha già sviluppato nel corso degli anni un ampio know-how e le tecnologie necessarie per lo sviluppo e la produzione dei prodotti oggetto d'interesse.²⁹
6. **Economie di integrazione verticale:** si realizzano in tutti quei casi in cui una società voglia ridurre il rischio di dipendenza da un cliente e/o fornitore in modo da pagare o praticare prezzi più vantaggiosi. Queste economie permettono anche di estendere

²⁴ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

²⁵ Predeep Kumar Gupta, "Mergers and Acquisition (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector", Innovative journal of business and management, Pag. 65.

²⁶ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

²⁷ Predeep Kumar Gupta, "Mergers and Acquisition (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector", Innovative journal of business and management, Pag. 65.

²⁸ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

²⁹ *Ibidem*.

l'ambito competitivo di riferimento, creando delle eventuali barriere all'entrata per i concorrenti e ottenendo risparmi attraverso la produzione interna.³⁰

7. **Economie di scopo:** derivano dall'acquisizione di nuove risorse e competenze o dal trasferimento della capacità di leadership e di gestione strategica tra le due società e si conseguono soltanto se il processo di integrazione viene realizzato con successo.³¹
8. **Economie di complementarità:** si ottengono acquisendo o fondendosi con società che presentano competenze altamente specialistiche e che operano in mercati di nicchia molto specifici, realizzando così risparmi in termini di investimenti in R&S e consentendo alla società acquirente di posizionarsi in una nuova nicchia di mercato.³²
9. **Difendere la posizione competitiva:** per un investitore strategico può essere meno costoso acquisire un concorrente che dover ad esempio affrontare una strategia di ribasso dei prezzi da questo effettuata, col fine di sottrarre quote di mercato. Ovviamente l'implementazione di questa strategia dovrà essere conforme alla vigente normativa antitrust.³³
10. **Utilizzo dei canali distributivi e del brand awareness:** le sinergie si vengono a creare grazie alla possibilità di implementazione delle vendite della società target o acquirente mediante l'utilizzo di ampi canali distributivi già sviluppati permettendo così anche un risparmio di costi, oppure il brand awareness. Questi punti di forza sono ovviamente riconducibili ad una delle due società oggetto dell'operazione.³⁴
11. **Aumento della quota di mercato:** attraverso la ridefinizione delle quote di mercato la società acquirente può aumentare il suo potere contrattuale nei confronti dei clienti e fornitori, incrementare le proprie economie di scala ed innalzare barriere all'entrata.
12. **Estensione dell'ambito competitivo:** ciò può avvenire mediante l'ingresso (o l'espansione) in uno o più mercati geografici. L'espansione territoriale può essere giustificata sia dall'obiettivo di acquisire nuovi clienti sia dalla possibilità di soddisfare le esigenze di clienti attuali che a loro volta hanno aperto filiali in altri contesti.³⁵

Per implementare una operazione di M&A che si concluda con successo è necessario che l'investitore strategico rispetti alcune regole fondamentali:

³⁰ *Ibidem.*

³¹ *Ibidem.*

³² *Ibidem.*

³³ *Ibidem.*

³⁴ *Ibidem.*

³⁵ *Ibidem.*

1. Analizzare attentamente come la società target si posiziona nel mercato di riferimento e le performance da questa raggiunte attraverso lo svolgimento del core business, al fine di valutare correttamente il prezzo d'acquisto.
2. Valutare le potenzialità di crescita della società oggetto dell'operazione indentificando le future opportunità che il mercato può offrire, valutando suoi recenti trend ed anticipando il cambiamento dei gusti dei clienti per quanto concerne i prodotti.
3. Dopo che le controparti hanno raggiunto un accordo ma prima che l'operazione di M&A si concluda è opportuno che il management delle società coinvolte provvedano a preparare un opportuna strategia d'integrazione in modo da evitare successive problematiche che possono nascere a seguito delle diverse caratteristiche, abitudini, ideologie, ecc. delle realtà coinvolte nel processo.
4. Se la società acquirente successivamente alla chiusura dell'operazione vuole avviare una ristrutturazione della target, dovrebbe comunicare quest'opzione alla controparte ed avviarla già nel periodo in cui si svolge l'acquisizione in modo da evitare future incertezze.
5. E' molto importante considerare l'ambiente lavorativo e la cultura della forza lavoro della società target nel momento in cui si svolge l'operazione di M&A, in modo da evitare che il lavoratori si sentano esclusi o si demoralizzino. Detto ciò è necessario che la società acquirente informi questi soggetti sui sviluppi futuri e li incoraggi al fine di ottenere il loro supporto, necessario per implementare nel modo più efficiente possibile le fasi successive alla chiusura dell'operazione, che risultano essere il punto critico in quanto potrebbe determinarne il successo o il fallimento.³⁶

1.3.3 Due diligence

La due diligence è un processo per la riduzione delle asimmetrie informative e consiste nello svolgere un esame dettagliato e approfondito della società oggetto dell'acquisizione sotto un profilo commerciale, economico-contabile, fiscale e giuridico. La due diligence può essere svolta in certi casi anche dalla società target nei confronti dell'acquirente, in particolar modo nei casi in cui ai soci della target vengono assegnate una parte delle quote o azioni dell'acquirente a titolo di pagamento del prezzo concordato.³⁷

³⁶ Predeep Kumar Gupta, "Mergers and Acquisition (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector", Innovative journal of business and management, Pag. 66.

³⁷ Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag.4-6.

Si tratta quindi di un complesso di attività che possono essere svolte internamente dalla società acquirente o da soggetti esterni a questa, che hanno lo scopo di:

- Verificare che le caratteristiche della società target corrispondano a quelle sulla base delle quali è stato ipotizzato l'acquisto.
- Identificare gli aspetti di natura legale, economica, fiscale o di altro tipo che si devono considerare nella fase di stipulazione di contratto d'acquisto finale.
- Verificare la reale redditività dell'azienda target in modo da valutare l'adeguatezza delle valutazioni preliminari.
- Verificare la solidità patrimoniale e finanziaria dell'impresa da acquisire.
- Identificare eventuali rettifiche da apportare al prezzo finale.³⁸

La due diligence può essere vista come la somma dell'analisi di diverse macro-aree tra cui:

- **Due diligence operativa:** analisi dettagliata dell'assetto delle funzioni operative chiave dell'impresa da acquisire (es. produzione, trasporto, ecc.).
- **Due diligence strategica:** viene svolta un'attenta analisi del mercato in cui la società opera, cercando di capire la sua estensione, il suo tasso di crescita, il suo ciclo di vita (ossia se si tratta di un mercato in via di sviluppo, maturo o in declino), chi sono i clienti e come questi siano segmentati ed il posizionamento competitivo della società target. Viene anche analizzato l'ambiente competitivo in cui la società target si colloca cercando di capire quali sono le sue quote di mercato e la sua strategia. L'acquirente vuole anche capire se vi è la presenza di barriere all'entrata o all'uscita.³⁹
- **Commercial due diligence:** viene spesso svolta in parallelo con la due diligence strategica. Lo scopo principale è quello di identificare potenziali aree che permettano la creazione di valore attraverso alcuni miglioramenti operativi. L'ulteriore scopo è quello di confrontare la società target con i competitor più simili ad essa, basandosi su indici che sono specifici per ogni settore. Attraverso questa due diligence è possibile anche valutare il management attualmente in carica, verificando la loro capacità a formulare una strategia di successiva integrazione e identificare quali sono le figure chiave che la società acquirente ancora non possiede ma che potrebbe colmare attraverso l'investimento.
- **Due diligence contabile-finanziaria:** serve a verificare la veridicità dei dati finanziari e contabili, storici e prospettici della società target. Nel caso di un'acquisizione non

³⁸ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

³⁹ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 261.

ostile la società acquirente analizza i dati forniti dalla target, nel caso delle acquisizioni ostili l'acquirente deve basare la propria valutazione sui dati reperibili autonomamente o attraverso terze parti. La due diligence contabile è molto importante soprattutto in caso di acquisizioni non ostili perché in questi casi molti venditori cercano di aumentare il valore della società utilizzando criteri non conformi con i principi contabili.⁴⁰

- **Due diligence legale:** vengono esaminati tutti gli aspetti legali della società target, soprattutto nella logica di predisposizione del contratto di acquisto, ma anche in relazione alle problematiche connesse al diritto societario, del lavoro e ai rapporti contrattuali in essere al fine di evitare il formarsi di futuri oneri.
- **Due diligence fiscale:** analisi delle problematiche fiscali sia nell'ottica della stipula del contratto d'acquisto e delle relative garanzie, sia in quella dell'ottimizzazione fiscale della struttura societaria da applicare per l'acquisizione stessa.
- **Due diligence ambientale:** analisi delle relazioni fra società target ed ambiente (es. verificare che la società in questione non abbia causato un danno ambientale per il quale in futuro a seguito di un accertamento verrà erogata una sanzione amministrativa e/o penale).
- **Business plan review:** comprensione e commento delle assunzioni sottostanti al piano industriale, individuando eventuali rischi e considerando degli scenari alternativi.⁴¹

Sia per gli investitori strategici che per i fondi di PE l'attività di due diligence è fondamentale per determinare se l'acquisizione sarà un successo o meno e per determinare il valore corretto della società target. In questa fase i due tipi di investitori si distinguono tra loro in quanto concentrano l'attività di due diligence su tematiche diverse e utilizzano metodi diversi per condurla.⁴²

Gli investitori strategici che intendono acquisire una società che opera nel settore in cui sono attivi possono beneficiare dell'ampia conoscenza del mercato stesso, però, vi sono casi in cui la società target opera in settori diversi: in questo caso la società acquirente può conoscere solo limitatamente il mercato oppure non conoscerlo affatto. In questo caso, un IS può colmare le sue lacune conoscitive svolgendo una due diligence strategica al fine di capire il mercato, business model, l'ambiente competitivo, ecc. della società target. Ovviamente l'attività di due

⁴⁰ Ivi, Pag.262.

⁴¹ Grant Jordan, "Fondamenti di Strategia", il Mulino, Bologna, 2013, Capitolo 8.

⁴² Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag.4.

diligence da parte degli IS non si focalizza solo sull'aspetto appena descritto, ma solitamente viene posta in essere una due diligence generale (due diligence finanziaria, ambientale, operativa, ecc.), ponendo però maggiore attenzione in quelle aree della società target, che secondo gli investitori strategici, si caratterizzano per il loro valore aggiunto e pertanto richiedono un'analisi più dettagliata rispetto a temi di importanza minore.

L'attività di due diligence da parte degli IS si focalizza maggiormente sull'individuazione e valutazioni delle potenziali sinergie che si possono formare tra società target e acquirente successivamente alla chiusura dell'operazione.⁴³

A differenza degli IS i fondi di PE spesso non hanno conoscenza del settore in cui la società target opera e del suo business model, in questi casi i fondi di PE concentrano la loro due diligence in quest'area.

Mentre per gli IS la due diligence è focalizzata nell'individuare e valutare le sinergie che si possono verificare a seguito dell'integrazione dei business della società acquirente ed acquisita, i fondi di PE vogliono che la società target operi in modalità stand alone (senza che vi sia un'integrazione tra questa e il fondo), ciò implica che l'attività di due diligence deve essere svolta dettagliatamente sotto tutti gli aspetti ricollegabili alla società target. In particolare modo i fondi di PE vogliono verificare la veridicità dei dati finanziari e delle performance storiche della società target, dando però un maggior peso alle proiezioni future. In quest'ultimo caso la due diligence si focalizzerà nel verificare la corretta stima dei cash flow futuri che la società target genererà attraverso lo svolgimento del suo business. Questo rappresenta un aspetto vitale per l'operazione di LBO che sarà in seguito posta in essere, in quanto nei successivi anni la società target dovrà fronteggiare il pagamento delle quote capitali e degli interessi che sorgeranno a seguito dell'accensione di un finanziamento dagli importi elevati, necessario per implementare il LBO. Attraverso l'attività di due diligence i fondi di PE cercheranno anche di identificare eventuali miglioramenti dell'attività operativa che potranno successivamente essere implementati dalla target. In questo caso la società acquirente focalizzerà la sua attenzione sul management, il capitale circolante richiesto per svolgere l'attività caratteristica, i canali distributivi, le strategie di marketing, ecc. La due diligence sul management è cruciale per il fondo di PE, in quanto questa è una risorsa fondamentale per raggiungere i risultati necessari a massimizzare il rendimento nel momento in cui la società target viene dismessa dal portafoglio investimenti del fondo di PE.⁴⁴

⁴³ *Ivi*, pag.4-5.

⁴⁴ *Ivi*, Pag.5-6.

1.3.4 Valutazione dell'investimento

Dallo studio effettuato da Paul Gompers, Steven N. Kaplan e Vladimir Mukharlyamov (2015) è emerso che i metodi maggiormente utilizzati dai fondi di PE per valutare se effettuare l'investimento o meno sono: il TIR ed il Cash on Cash (CoC). Il 70% dei fondi di PE che hanno partecipato al sondaggio utilizzano contemporaneamente anche il metodo dei multipli EBITDA e solamente il 20% ha dichiarato di usare il DCF o l'APV. Questi risultati sono in contrasto con quanto previsto dalla teoria finanziaria, la quale prevede che al fine di valutare la bontà dell'investimento i metodi basati sui cash flow futuri, scontati attraverso un determinato tasso d'interesse garantiscono una valutazione più precisa rispetto ai metodi del TIR e del CoC.

I fondi di PE utilizzano tali metodi perché a differenza degli investitori strategici intraprendono un certo investimento solamente se questo è in grado di garantire un rendimento elevato, che solitamente viene previsto attraverso l'utilizzo dei metodi del TIR o del CoC. Come già più volte detto lo scopo dei fondi di PE è generare un ritorno che verrà successivamente trasferito ai LP, col fine di ripagarli per aver apportato i capitali necessari allo svolgimento dell'attività d'investimento dei fondi di PE. Bisogna anche ricordare che una parte delle fee dei general partner sono variabili e questo rappresenta un ulteriore motivo per il quale i metodi del TIR e del CoC sono i più utilizzati dai fondi di PE.⁴⁵

Gli investitori strategici a differenza dei fondi di PE per valutare un potenziale investimento spesso utilizzano il metodo del discounted cash flow (DCF).

Questo metodo viene utilizzato per calcolare il valore stand alone della società target (ossia tenendo conto solo dei flussi di cassa prospettici che questa genererebbe se continuasse a svolgere il proprio business come società indipendente), ma soprattutto per comprendere quale sarà il suo valore complessivo delle sinergie che si genereranno al termine dell'operazione (in questo caso verranno tenuti in considerazione anche i flussi di cassa che si sono formati grazie all'integrazione del business della società target con quello della società acquirente). Infatti il DCF a differenza di altri metodi di valutazione, permette all'investitore strategico di capire quali sinergie creino un maggior valore, identificando così le aree sulle quali si dovrà maggiormente concentrare l'attività di due diligence.⁴⁶

Le acquisizioni creano valore quando i flussi di cassa, derivanti dall'aggregazione delle due società oggetto della transazione, sono maggiori rispetto a quelli che si otterrebbero dalla

⁴⁵ Paul Gompers, Steven N. Kaplan, Vladimir Mukharlyamov, "What Do Private Equity Firms Do?", Harvard Business School, Working Paper 15-081, Pag. 12-17.

⁴⁶ Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag.7.

somma dei cash flow delle due società prese individualmente. I soci della società acquirente possono beneficiare di questo maggior valore, solo se nel prezzo d'acquisto è riconosciuto ai soci della società target un premio minore o nullo rispetto al valore creato dalle sinergie.

$$\text{Valore creato per gli investitori strategici} = VSAT + VS - VMT - AP$$

Dove:

VSAT: Valore Stand Alone Target

VS: Valore creato dalle Sinergie

VMT: Valore di Mercato della Target

AP: Aquisition Premium ⁴⁷

Spieghiamo ora i metodi con i quali gli investitori strategici ed i fondi di PE svolgono le loro valutazioni.

DCF

Il metodo del DCF sconta i free cash flow generati dallo svolgimento dell'attività operativa al costo medio ponderato del capitale (WACC). Tali flussi di cassa sono messi a disposizione per remunerare tutti gli investitori (apportatori di capitale di debito e soci). Per questo motivo al fine di trovare l'equity value è necessario sottrarre dall'enterprise value la posizione finanziaria netta ed altre poste che in seguito indicheremo.⁴⁸

Per valutare l'equity value di una società utilizzando il DCF si può dividere il processo in tre parti:

1. Scontare i free cash flow (FCF) al costo medio ponderato del capitale.

In questa fase prima di tutto è necessario individuare i FCF ed il return on invested capital (ROIC) che esprime il rendimento di un'azienda per ogni euro investito. Queste voci misurano le prestazioni che derivano dallo svolgimento dall'attività operativa da parte della società.⁴⁹

Per poter calcolare queste voci è fondamentale individuare il net operating profit less adjusted taxes (NOPLAT), che rappresenta il reddito generato dalla società attraverso lo svolgimento dell'attività operativa al netto delle tasse collegate esclusivamente al

⁴⁷ Tim Koller, Marc Geodhart, David Wessels, "Valuation", McKinsey & Company, 2010, Pag. 446.

⁴⁸ Tim Koller, Marc Geodhart, David Wessels, "Valuation", McKinsey & Company, 2010, Pag. 104.

⁴⁹ Ivi, Pag. 108.

core business e che quindi non tengono in considerazione lo scudo fiscale, dovuto al pagamento degli oneri finanziari.⁵⁰

Si ha che:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{CAPITALE\ INVESTITO}$$

Dove il capitale investito (CI) rappresenta quanto investito dalla società per svolgere l'attività operativa.

$$FCF = NOPLAT * \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)$$

Formula che si ottiene dopo una serie di passaggi che per motivi di semplicità non saranno spiegati in questa sede.⁵¹

Al fine di individuare i FCF futuri che saranno scontati utilizzando il costo medio ponderato del capitale è necessario definire la crescita dei ricavi, il ROIC ed i NOPLAT futuri, sviluppando un business plan che solitamente ha un orizzonte temporale che va dai 3 ai 5 anni, oltre a questo arco di tempo calcolare valori futuri è privo di significato in quanto è difficile stimare con precisione cosa avverrà in un futuro troppo lontano.⁵² Per questo motivo viene calcolato il continuing value che permette di individuare il valore di tutti i flussi di cassa che sorgono dopo l'ultimo anno. Questo parametro può essere stimato basandosi sul concetto di crescita perpetua.

$$Terminal\ Value = \frac{NOPLAT_{t+1} * \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)}{WACC - g}$$

Dove il $NOPLAT_{t+1}$ indica l'anno successivo all'ultimo anno specificatamente stimato nel business plan. Il RONIC misura i profitti attesi che la società potrà ottenere a seguito di futuri nuovi investimenti.⁵³ Il RONIC non deve essere confuso con il ROIC il quale calcola i profitti sul capitale già investito. Il valore di questo indice dipende dalle condizioni competitive attese. La teoria economica sostiene che un mercato estremamente competitivo può rendere praticamente nulli i rendimenti, per questo

⁵⁰ Ivi, Pag.40.

⁵¹ Ivi, Pag.41.

⁵² Ivi, Pag.112.

⁵³ Ivi, Pag.113.

motivo il valore del RONIC può essere considerato pari al WACC. Diversamente per le società che si distinguono per il loro elevato vantaggio competitivo, il RONIC viene considerato pari al rendimento che la società prevede di ottenere durante gli anni successivi a quelli previsti da business plan.⁵⁴

La figura numero 4 mostra come il continuing value è influenzato dalle varie combinazioni tra tasso di crescita e RONIC.

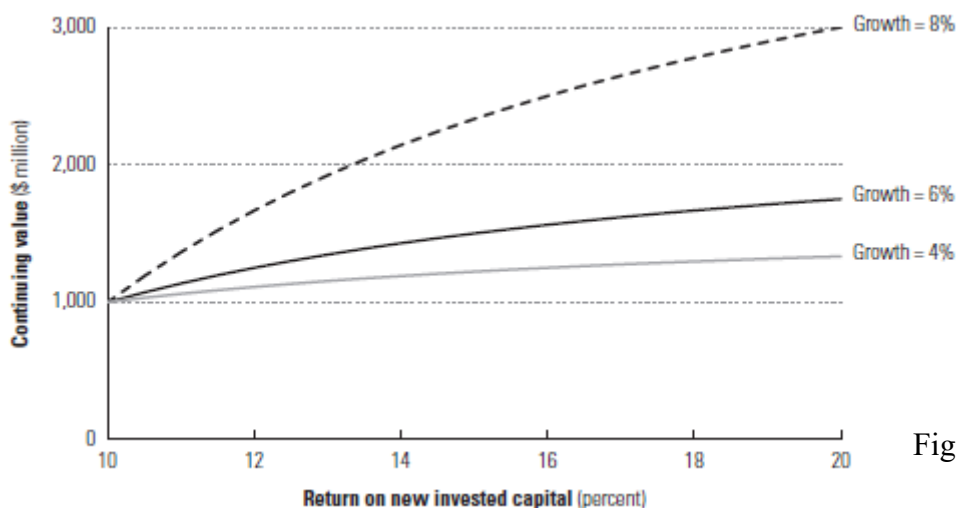


Fig.4

Ponendo il RONIC uguale al WACC durante il periodo su cui viene calcolato il continuing value, non si assume che il return on total capital (vecchio e nuovo) sia pari al WACC. Ma il capitale che precede il periodo del continuing value, conterrà il rendimento previsto durante gli anni di business plan stimati. (Vedi figura 5)

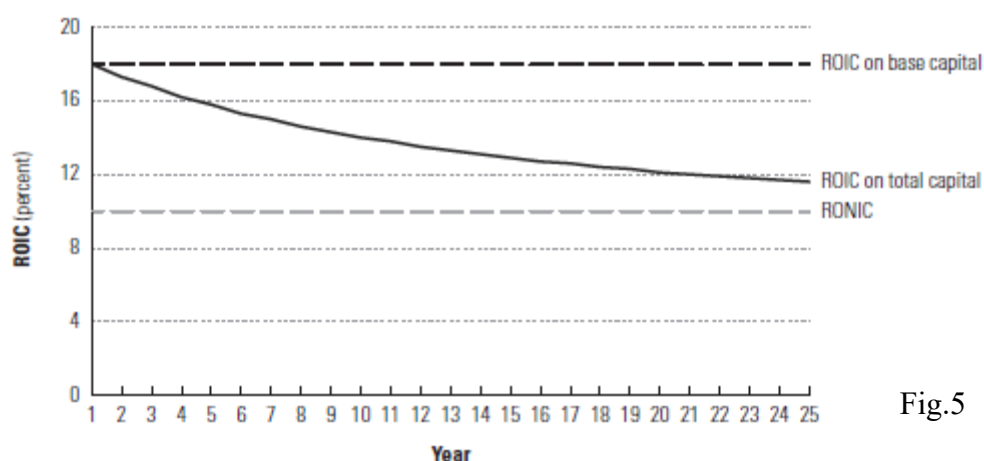


Fig.5

⁵⁴ Ivi, Pag.216.

Quando si ha un elevato vantaggio competitivo che può essere fortemente difeso, allora si può prevedere un RONIC maggiore rispetto al WACC, il tutto però deve essere accompagnato da un tasso di crescita ragionevole.⁵⁵

I FCF generati dalla società attraverso lo svolgimento del suo core business andranno a remunerare gli investitori, per questo motivo il tasso di sconto deve rappresentare il rischio che ogni investitore deve sopportare. Questo è reso possibile dal WACC, formato da un mix tra i tassi di rendimento richiesto dagli apportatori di capitale di debito (k_d) e di equity (k_e).

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

Dove “D” rappresenta il debito ed “E” l’equity, k_d e k_e sono spesso individuati utilizzando i valori di mercato (questi due valori necessiterebbero di una spiegazione più approfondita che non sarà fatta in questa sede). T invece rappresenta l’aliquota fiscale e riduce il costo del debito in quanto il pagamento degli oneri fiscali genera uno scudo fiscale.⁵⁶

Una volta calcolati tutti i FCF prospettici, il continuig value e il WACC è possibile determinare l’enterprise value.

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 - WACC)^i} + \frac{TV}{(1 - WACC)^n}$$

2. Identificare e valutare gli asset non operativi (es. titoli in portafoglio, società controllate non consolidate, ecc.) al fine di sommarli all’Enterprise Value.

Molte società possiedono asset che hanno un certo valore ma che non incidono sui FCF e quindi devono essere valutati separatamente.⁵⁷

3. Sottrarre dall’EV i debiti finanziari e altri diritti diversi dalla partecipazioni agli utili per determinare l’equity value (EQ). Per stimare il prezzo di ogni singola azione basta dividere l’EQ per il numero attuale delle azioni ordinarie.

⁵⁵ Ivi, Pag.221.

⁵⁶ Ivi, Pag.113.

⁵⁷ Ivi, Pag.115.

I debiti finanziari e altri diritti diversi dalla partecipazioni agli utili più comuni sono:

- **Debito finanziario a lungo o a breve:** si riferisce al valore di mercato dei finanziamenti concessi dagli istituti di debito, obbligazionisti, ecc.
- **Leasing**
- **Fondo TFR**
- **Azioni privilegiate:** in alcune società queste possono essere paragonate ad un debito finanziario non garantito.
- **Stock Option:** ogni anno molte società offrono le proprie azioni ai loro dipendenti come forma di compenso. Se i dipendenti accettano, possono acquisire una parte delle azioni della società ad un prezzo minore del loro reale valore.
- **Interessi della minoranza:** quando la società controllata non è posseduta al 100% occorre effettuare degli opportuni aggiustamenti per evitare che il valore totale della società controllata sia impropriamente incluso nella valutazione del valore della società controllante. Per questo motivo è necessario dedurre dall'EV il valore attribuibile ai soci di minoranza.⁵⁸

L'utilizzo del metodo del DCF può presentare degli svantaggi, tra cui:

- Il Terminal value determina la maggior parte del valore della società calcolato con il DCF e data la difficoltà nel prevedere gli sviluppi che si manifesteranno nel lungo periodo, il valore dell'enterprise value che si otterrebbe potrebbe discostarsi anche di molto rispetto al valore reale. Per questo motivo è necessario confrontare il valore ottenuto utilizzando il metodo del DCF con un altro metodo, ad esempio con i multipli di mercato.⁵⁹
- L'utilizzo dei FCF per calcolare il valore della società forniscono poche informazioni sulle performance economiche di questa. Un cash flow in decrescita potrebbe essere giustificato sia dalla presenza di performance economiche deludenti, oppure dall'implementazione da parte della società di una serie di investimenti che potrebbero generare ritorni futuri.⁶⁰
- Il DCF sconta i flussi di cassa operativi ad un tasso medio ponderato costante, assumendo così che la società gestisca la propria struttura finanziaria sulla base di un

⁵⁸ *Ivi*, pag.115-116.

⁵⁹ *Ivi*, Pag.226.

⁶⁰ *Ivi*, Pag.117.

determinato valore dell'indice DEBITO/VALUE. In molte situazioni il debito cresce in linea con il valore della società, ma vi possono essere casi in cui questa, possa decidere di modificare la sua struttura in maniera incisiva. Se viene deciso di aumentare fortemente il suo indebitamento, questo ridurrebbe il rapporto DEBITO/VALUE. In questo caso l'utilizzo di un WACC costante sovrastimerebbe il valore dello scudo fiscale.⁶¹

- L'enterprise value calcolato con il DCF deve essere aggiustato, tenendo conto dell'impatto degli asset non operativi, debito, ecc.⁶²

TIR

Il TIR misura il tasso d'interesse dell'investimento considerando anche il valore temporale del denaro, quindi per ottenere un alto rendimento è importante che l'investimento si riferisca ad un periodo di tempo breve, per questo motivo solitamente i fondi di PE tengono all'interno del loro portafoglio le società acquisite per un periodo che in media va dai 3 ai 5 anni.⁶³

Il TIR viene matematicamente definito come il tasso di interesse tale da azzerare il valore attuale netto (VAN).

$$\sum_{n=0}^N \frac{CF_n}{(1 + IRR)^n} = 0$$

Il TIR tiene conto di tutti i flussi di cassa sia in entrata che in uscita che si verificano durante un investimento, ma non tiene conto del rischio che questo può comportare. Per tale motivo bisogna prestare attenzione quando il TIR viene utilizzato come benchmark per confrontare le performance di differenti LBO.⁶⁴

Nei LBO in cui non sono previsti ne distribuzione di dividendi ne sono previsti investimenti il TIR può essere calcolato semplicemente nel seguente modo:

$$TIR = \left[\frac{Equity Value_{Exit}}{Equity Value_{Entry}} \right]^{\frac{1}{t}} - 1$$

Dove t rappresenta il tempo in cui l'investimento è mantenuto all'interno del portafoglio.⁶⁵

⁶¹ Ivi, Pag.121.

⁶² Ivi, Pag.116.

⁶³ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, "Finanza Aziendale 1", Pearson, 2015, Pag.140

⁶⁴ *Ibidem*.

⁶⁵ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, "Finanza Aziendale 1", Pearson, 2015, Pag.140.

Per i fondi di PE il TIR rappresenta uno dei metodi più importanti per valutare i loro investimenti, ed il suo valore dipende da:

- **Rendimenti di base:** parte del valore del TIR di un investimento proviene dai flussi di cassa che questo genererebbe senza porre in essere alcun investimento o qualsiasi altro miglioramento alla struttura dei costi, management, di processo, ecc.⁶⁶
- **Miglioramenti operativi:** i fondi di PE compiono i maggiori sforzi possibili per incrementare i ricavi e ridurre i costi della società target, in modo da massimizzare il suo equity value al momento del disinvestimento.

I fondi di PE successivamente all'acquisto della società target tendono a diminuire il suo fabbisogno di capitale attraverso la:

- **Riduzione del capitale circolante netto (CCN):** questo comporta l'incremento della disponibilità di cassa che permette di rimborsare quote maggiori di debito, con un conseguente aumento dell'equity value della target. Solitamente le società che fanno parte del portafoglio investimenti dei fondi di PE sono note per il loro basso livello di CCN.
- **Riduzione degli investimenti:** i fondi di PE tendono a minimizzare gli investimenti e a dismettere gli asset non necessari al core business. Un'eccessiva riduzione del flusso di cassa per investimenti (CAPEX) potrebbe compromettere la competitività della società nel mercato di riferimento e produrre benefici solo nel breve periodo (argomento che sarà trattato più approfonditamente nel secondo capitolo).⁶⁷

Fondamentale è sostituire il management inefficiente con uno più capace, cercando di allineare i loro interessi con quelli della società target. Spesso tale allineamento è reso possibile incoraggiando il management ad acquisire le azioni o le quote della società.

Nel caso in cui quanto appena descritto non sia possibile, il fondo di PE dovrebbe svolgere periodicamente un'attenta attività di vigilanza sull'operato dei manager, in modo da ridurre al massimo i costi d'agenzia.

Anche il riposizionamento strategico permette di aumentare il TIR dell'investimento. I fondi di PE in certi casi cercano di ridurre la complessità del portafoglio di attività della

⁶⁶ Giuseppe Scavolo, "LBO Value Creation", Bocconi Private Equity Club, 2016, bspeclubblog.wordpress.com

⁶⁷ *Ibidem*.

target eliminando quelle che distruggono valore, oppure aumentano le prospettive di crescita future lanciando nel mercato nuovi prodotti, entrando in nuovi mercati, ecc.⁶⁸

- **Multiple expansion:** fenomeno che si realizza quando la differenza tra il multiplo della società target al momento del disinvestimento da parte del fondo di PE, è maggiore rispetto al suo multiplo al momento dell'investimento, senza che venga modificata la struttura del capitale o siano posti in essere dei miglioramenti operativi.

Questa differenza può dipendere da:

- **Tempistica del mercato:** il fondo di PE acquisisce la società target prevedendo meglio delle sue controparti il valore della società, che poi sarà rivenduta successivamente ad un prezzo più alto, nelle medesime condizioni in cui è stata acquistata.
- **Prospettive future di miglioramento:** il multiplo riflette l'incremento delle performance future della società target, che il fondo di PE prevede di raggiungere. L'espansione del multiplo in questo caso è molto più probabile per quelle società che operano in mercati caratterizzati da un'elevata crescita, rispetto alle società che sono già leader di un settore maturo e presentano un forte e consolidato vantaggio competitivo.
- **Processo di negoziazione:** i fondi di PE spesso usufruiscono dei loro esperti, conoscenze e network al fine di individuare i target ideali che non siano già oggetto di interesse da parte di altri investitori finanziari o strategici ed in sede di negoziazione del prezzo, più elevata è la capacità del fondo a contrattare con l'acquirente, più basso sarà il prezzo pagato e quindi maggiore sarà il rendimento ottenuto al momento della dismissione dell'investimento.⁶⁹

- **Indebitamento finanziario:** l'indebitamento finanziario influenza direttamente sia il rendimento sia il rischio dell'investimento che il fondo di PE vuole porre in essere. Il LBO produce ritorni finanziari se il tasso d'interesse derivante dalla dismissione dell'investimento è maggiore rispetto al costo del debito. Il TIR non tiene conto del rischio dell'investimento, però spesso questo problema viene arginato dai fondi di PE aggiustando il TIR al momento della valutazione del progetto. Solitamente una società acquisita da un fondo di PE al termine del LBO presenta un livello di indebitamento

⁶⁸ Marc Goedhart, Cindy Levy, Paul Morgan, "A better way to understand internal rate of return", McKinsey & Company, November 2015, www.mckinsey.com

⁶⁹ Giuseppe Scavolo, "LBO Value Creation", Bocconi Private Equity Club, 2016, bspeclubblog.wordpress.com

maggiore rispetto a quello che presenterebbe una società simile in una situazione stand alone.

L'indebitamento permette ai fondi di PE di ottenere un TIR più elevato, grazie a:

- **Scudo fiscale:** gli interessi sul debito finanziario nella maggior parte dei paesi sono deducibili, implicando così il pagamento di minori tasse.
- **Riduzione dei costi di agenzia:** l'esistenza di un elevato debito fa sì che i manager della società target utilizzino i flussi di cassa nel modo più prudente possibile al fine di raggiungere una liquidità adeguata per ripagare la quota capitale e gli interessi.⁷⁰
- **Minor utilizzo di equity:** utilizzando maggior capitale di debito le uscite di risorse proprie del fondo di PE in t_0 per finanziare LBO sono minori, implicando al momento del disinvestimento un ritorno più alto rispetto al caso in cui venga utilizzato solo equity (ricorda fig.2 e 3).⁷¹

Il TIR però presenta alcune problematiche che possono minare la valutazione dell'investimento:

- Il TIR non rappresenta un metodo affidabile quando ci sono flussi di cassa negativi e positivi che si alternano durante il periodo dell'investimento.
- L'utilizzo del TIR per valutare progetti alternativi può condurre ad errori, in particolar modo se i progetti differiscono tra loro per scala d'investimento, distribuzione temporale dei flussi di cassa o per rischiosità.

Il TIR misura il rendimento medio ed non è influenzato dalla scala dell'investimento, a differenza del VAN il quale raddoppia al raddoppiare della dimensione dell'investimento. Questo particolare impedisce di utilizzare il TIR per valutare progetti di scala diversa.

Anche quando i progetti hanno la stessa scala, il TIR può portare ad una conclusione errata a causa delle differenze nella distribuzione temporale dei flussi di cassa. Il TIR è espresso come rendimento, ma il valore monetario di un dato rendimento, quindi il suo VAN, dipende dalla lunghezza del periodo di tempo per cui tale rendimento viene percepito. Un rendimento annuo molto elevato crea un valore molto maggiore se viene percepito per diversi anni anziché pochi giorni.

⁷⁰ Giuseppe Scavolo, "LBO Value Cration", Bocconi Private Equity Club, 2016, bspeclubblog.wordpress.com

⁷¹ Marc Goedhart, Cindy Levy, Paul Morgan, "A better way to understand internal rate of return", McKinsey & Company, November 2015, www.mckinsey.com

Anche quando i progetti hanno lo stesso orizzonte temporale, la distribuzione nel tempo dei flussi di cassa è spesso diversa e questo determina un valore monetario (VAN) differente.

Il TIR non considera il rischio dell'investimento, quindi tale tasso di rendimento può essere attraente per un progetto non rischioso ma può non esserlo per uno rischioso.

- Il calcolo dell'TIR ipotizza un tasso di sconto costante lungo tutto il periodo considerato per l'investimento: ciò implica che elevati flussi di cassa hanno un impatto maggiore sul valore del TIR rispetto ai flussi di cassa che presentano dimensioni minori. Ciò implica una sottostima dei TIR che presentano flussi di cassa di dimensioni minori e sovrastima il rendimento che presenta flussi di cassa di elevate dimensioni.⁷²

MULTIPLE ON INVESTED CASH (MOIC)

Il MOIC conosciuto anche Cash-on-Cash multiple (CoC) è calcolato dividendo le uscite di cassa con le entrate che si riferiscono all'investimento oggetto di valutazione.

$$MOIC = \frac{\sum_{t=Entry}^{t=Exit} Paid\ Out\ Capital}{\sum_{t=Entry}^{t=Exit} Paid\ In\ Capital}$$

Il MOIC non considera il valore temporale della liquidità. La convenienza di un investimento non può basarsi solo sul valore del MOIC perché si rischierebbe di incappare in errori interpretativi, ma questo indicatore deve essere analizzato assieme ad altri metodi valutativi come ad esempio il TIR.⁷³

1.3.5 Strumenti utilizzati per finanziare l'investimento

All'inizio di questo capitolo è stata data una descrizione di cos'è e come generalmente si svolge un LBO, adesso invece descriveremo i vari mezzi di debito e di equity con cui i fondi di PE finanziano l'operazione.

Per le operazioni di piccole dimensioni solitamente il finanziamento viene erogato da una singola banca, mentre nelle transazioni che necessitano di importi elevati i finanziamenti sono erogati da più banche, con le quali i fondi di PE devono negoziare la struttura del debito più adeguata.

⁷² Jonathan Berk, Peter DeMarzo, "Finanza Aziendale 1", Pearson, 2015, Pag.238-240.

⁷³ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 274.

La struttura creata per finanziare il LBO potrebbe essere costituita da quattro elementi:

- **Debito senior** (Senior debt): finanziamento che viene rimborsato per primo
- **Debito Subordinato** (Junior debt): finanziamento che viene ripagato dopo il senior debt
- **Debito Mezzanino**: viene ripagato dopo il subordinato.
- **Il capitale di rischio** (Equity): viene ripagato per ultimo.⁷⁴

DEBITO SENIOR

Questa tipologia di debito solitamente viene concesso dalle banche commerciali e si può suddividere in due categorie:

- **Senior Secured Debt**: l'ammontare del debito ed il rispettivo tasso d'interesse erogato dipendono dagli asset posseduti dalla società target, che fungono da garanzia per la banca. In caso di mancato pagamento delle quote capitale e degli interessi, la banca potrà soddisfare i propri interessi cedendo gli asset su cui la garanzia ricade.
- **Senior Unsecured Debt**: il cui importo non è coperto da alcuna garanzia reale. Questo finanziamento viene concesso in relazione ai flussi di cassa prospettici della società target, i quali devono essere in grado di fronteggiare il pagamento della quota capitale e degli interessi.

Il debito senior solitamente viene rimborsato entro un periodo che va dai 6 agli 7 anni, ma possono essere previsti lassi temporali più brevi o più lunghi.⁷⁵ Generalmente viene concesso un periodo di pre-ammortamento dove non vengono rimborsate le quote capitale ma vengono pagati solo gli interessi, al fine di evitare eccessivi squilibri finanziari nel periodo appena successivo alla chiusura dell'operazione.

Di solito i tassi d'interesse applicati a questo tipo di finanziamenti concessi per implementare un LBO, corrispondono alla somma tra il tasso LIBOR (può essere utilizzato anche l'EURIBOR) ed un certo margine che rappresenta il premio di credito, il cui ammontare dipende dalle condizioni di mercato, dal rischio associato al finanziamento, dalla presenza o meno di covenant.⁷⁶

Spesso l'erogazione di questo tipo di prestito è accompagnato da dei covenants che attraverso vincoli operativi o finanziari hanno lo scopo di ridurre comportamenti opportunistici da parte

⁷⁴ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 263.

⁷⁵ Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi, "Corporate Finance Theory and Practice", John Wiley & Sons Ltd, 2018, Pag.843.

⁷⁶ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag. 263-264.

di coloro che gestiscono la società target, che potrebbero generare una negativa alterazione della sua situazione finanziaria, mettendo a rischio la capacità della stessa di rimborsare la quota capitale e fronteggiare il pagamento degli interessi⁷⁷. Le principali fattispecie di covenants possono essere distinte in due tipologie: 1) Positive covenants, ossia obbligazioni di fare, che impongono alla società finanziata di agire in un determinato modo; 2) Negative covenants, ossia obbligazioni di non fare, che stabiliscono divieti o comunque limiti di azione alla società finanziata. Nelle operazioni di LBO solitamente vengono utilizzati covenants finanziari. I financial ratio maggiormente utilizzati sono:

- **Cash Flow Coverage Ratio:** dato dalla somma tra quota capitale del debito senior e rispettivi interessi diviso il free cash flow operativo.
- **Interest Coverage Ratio:** dato dal rapporto fra l'EBITDA e gli interessi passivi netti. Questo indicatore è ritenuto importante in quanto fornisce informazioni utili riguardanti la capacità dell'impresa finanziata di sostenere nel tempo il debito contratto, ossia di pagare gli interessi ad esso legati.
- **Debt Service Coverage Ratio:** dato dal rapporto fra l'EBITDA e gli oneri finanziari che comprendono non solo gli interessi passivi in senso stretto ma anche le commissioni passive e le rate del rimborso del capitale. Questo indicatore permette di capire se la società target attraverso lo svolgimento della sua attività operativa è in grado o meno di servire interamente il debito contratto.⁷⁸

Nel caso in cui tali vincoli non siano rispettati scattano alcune sanzioni che possono implicare l'aumento del tasso d'interesse, il rimborso anticipato di tutto il finanziamento o addirittura la domanda di fallimento. Nella pratica in caso di violazione dei covenant non scatta subito la sanzione ma si ha la rinegoziazione di questo dalle parti. Il debito senior è un finanziamento molto flessibile in quanto è possibile modificare il piano di rimborso, le garanzie sottostanti ed i covenants.⁷⁹

Solitamente questo tipo di debito permette di soddisfare circa il 25-50% del fabbisogno di denaro necessario per realizzare l'operazione.⁸⁰

⁷⁷ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264

⁷⁸ Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.34-37.

⁷⁹ *Ibidem*.

⁸⁰ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264

DEBITO SUBORDINATO

L'erogazione del debito subordinato molto spesso assume la forma del prestito obbligazionario a cedola differita e all'interno del contesto del LBO questo viene chiamato "high yield" per la sua rischiosità dovuta alla subordinazione del rispettivo rimborso, al pagamento del debito senior (quindi in caso di fallimento prima viene rimborsato il debito senior e solo successivamente il debito junior) e dalla presenza di garanzie parziali o dalla loro totale mancanza. Quindi per bilanciare questo "svantaggio" viene previsto un tasso d'interesse elevato che in media presenta uno spread di 800 punti superiore rispetto a bond governativi.⁸¹ Al fine di evitare uno stress finanziario durante le prime fasi dell'LBO, il prestito obbligazionario più utilizzato prevede un pagamento periodico degli interessi ed il rimborso dell'intero capitale alla scadenza del termine previsto che solitamente è ricompreso tra i 6 ed i 10 anni. Periodo di tempo sufficientemente ampio all'interno del quale la società target può migliorare i propri flussi di cassa.⁸² Oppure viene utilizzata la formula zero coupon bond, dove la società emittente non paga gli interessi per tutta la durata del finanziamento, ma questa tipologia di prestito obbligazionario viene emesso sotto la pari ed il rendimento per il finanziatore è rappresentato dalla differenza tra il prezzo di rimborso e quello della sottoscrizione. Le caratteristiche del bond appena descritto, consentono alla società emittente di godere di un ampio periodo di tempo in cui non vengono utilizzati i flussi di cassa per servire il debito, garantendogli disponibilità liquide che può utilizzare per poter implementare i piani di sviluppo previsti ed ottenere così, le risorse necessarie per rimborsare il prestito obbligazionario entro il termine previsto.⁸³

Vi sono ulteriori modalità di emissioni obbligazionarie:

➤ A cedola differita tra cui:

- Obbligazioni con cedola crescente: all'inizio del piano d'ammortamento viene calcolata una cedola dall'importo basso che crescerà all'avvicinarsi della scadenza.
- Obbligazioni con interessi posticipati: gli interessi sono pagati alla maturazione del bond attraverso una maxi cedola.

⁸¹ Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi, "Corporate Finance Theory and Practice", John Wiley & Sons Ltd, 2018, Pag.844.

⁸² Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264

⁸³ Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.13

- Con pagamento in natura: il pagamento della cedola può essere effettuato con l'emissione di un'obbligazione di uguale importo, tasso d'interesse e scadenza rispetto a quella già posseduta.⁸⁴

Il debito subordinato può essere anche un prestito non obbligazionario che nel piano di rimborso risulta essere subordinato al debito senior e che spesso prevede un piano d'ammortamento non inferiore ai cinque anni e quindi basato sul medio-lungo termine.

Questi finanziamenti si distinguono dal debito senior oltre che per la sua subordinazione anche per la tipologia di tasso d'interesse che verrà applicato al soggetto contraente e per la struttura del piano di rimborso/ammortamento del prestito.

Le tipologie di tasso d'interesse che possono essere applicate sono:

- Tasso fisso, costante per tutta la durata del finanziamento.
- Tasso fisso, crescente ad intervalli temporali specifici.
- Tasso variabile indicizzato al tasso LIBOR o EURIBOR maggiorato di uno spread.
- Tasso variabile, indicizzato al tasso LIBOR o EURIBOR maggiorato di uno spread ma che entro un certo intervallo, determinato da un valore minimo ed un valore massimo del parametro di mercato, mantiene un tasso fisso.
- Tasso fisso/variabile rinegoziabile al rialzo/ribasso in funzione di specifici parametri di mercato o elementi economico-finanziari del soggetto contraente.⁸⁵

I soggetti che generalmente rilasciano prestiti subordinati sono i fondi pensione, le compagnie assicurative, hedge fund o gli investitori privati ed istituzionali.⁸⁶

Il titolo di debito subordinato che presenta il livello più basso è denominato junk bond e si caratterizza per i suoi rendimenti molto elevati a seguito dell'elevato rischio dovuto al suo grado di subordinazione. Le junk bond sono tutte le obbligazioni il cui rating è inferiore alla tripla B. Questa forma di finanziamento nella maggior parte dei LBO supporta l'operazione per il 20-40% del valore dell'operazione.⁸⁷

⁸⁴ Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.13.

⁸⁵ *Ivi*, Pag.14-15.

⁸⁶ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264.

⁸⁷ Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264.

DEBITO MEZZANINO

Il debito mezzanino si caratterizza per il fatto di poter intervenire a prescindere da garanzie reali rilasciate dall'azienda finanziata, ma solitamente questo viene concesso quasi esclusivamente sulla base dei flussi di cassa prospettici della società target, verificando che questi siano sufficienti per ripagare il debito e gli interessi previsti. Il debito mezzanino si distingue per il suo grado di postergazione rispetto agli altri strumenti finanziari garantiti, portandolo in una posizione di subordine.⁸⁸

Il debito mezzanino è una forma ibrida di finanziamento, infatti è formato da tre componenti distinte tra loro:

- **Capitale di debito:** di solito si configura come debito subordinato che può essere non garantito e la cui struttura di durata/piano di rimborso è estremamente variabile, potendo essere modellata sulle specifiche caratteristiche dell'oggetto di finanziamento⁸⁹. Il debito junior è già stato in precedenza trattato, però è opportuno fare un accenno al prestito Payment in Kind (PIK), in quanto questo rappresenta la forma di finanziamento normalmente più usata nelle operazioni di mezzanine finance. Il PIK consente di pagare la quota interessi relativa al finanziamento, tutta o solo in parte, in un'unica soluzione alla fine del piano di ammortamento, consentendo così di limitare l'assorbimento periodico dei flussi di cassa al servizio del debito, prevedendo l'accumulazione degli interessi sul valore nominale del debito su cui sono calcolati.⁹⁰
- **Capitale di rischio:** generalmente viene definito come "equity kicker", cioè la possibilità concessa al sottoscrittore del debito mezzanino di poter convertire il proprio credito in titoli azionari della società finanziata e normalmente assume la forma di un diritto d'opzione, consentendo al prestatore del debito mezzanino di gestire l'elevato grado di aleatorietà su cui normalmente è basata la struttura del finanziamento offerto.⁹¹ Solitamente si utilizza l'equity kicker come componente "variabile" del costo del finanziamento, portando il finanziatore a beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore di mercato dell'azienda finanziata e per converso la società finanziata ribalta una parte dei rischi sul soggetto finanziatore.⁹²

⁸⁸ Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi, "Corporate Finance Theory and Practice", John Wiley & Sons Ltd, 2018, Pag.844.

⁸⁹ Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.6.

⁹⁰ *Ivi*, Pag.19.

⁹¹ Confindustria Bergamo, "Debito mezzanino"

⁹² Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.7.

I diritti di opzione utilizzabili come equity kicker dipendono dal tipo di debito subordinato usato, ossia obbligazioni oppure altre tipologie di prestito differenti da queste.

Nel primo caso l'equity kicker utilizzato nel debito mezzanino assumerà la forma di warrant, nel secondo caso invece potranno essere utilizzate opzioni call, opzioni put oppure una combinazione di queste due.⁹³

Nel debito mezzanino molto spesso i warrant sono emessi unitamente a titoli obbligazionari. Questo tipo di opzioni sono titoli negoziabili che attribuiscono al possessore il diritto di comprare un certo numero di azioni della società che emette il prestito obbligazionario ad un dato prezzo ed entro un certo periodo di tempo. Il warrant agisce come un'opzione call solo che si distingue da questa nella sua natura di "titolo" e nella standardizzazione delle sue caratteristiche (prezzo d'acquisto, prezzo di esercizio e periodo in cui può essere esercitata l'opzione).

Nel caso in cui venga concesso alla società target un prestito non obbligazionario si utilizzano le opzioni call e put, le quali a differenza dei warrant non sono "titoli" ma contratti, che disciplinano una particolare tipologia di compra-vendita a termine, dove una delle parti si riserva la facoltà di eseguire o meno la vendita a termine, ad un determinato prezzo ed entro una data preciso o lasso temporale, in cambio del pagamento di un premio da parte del mezzanine player.⁹⁴

L'opzione call è un contratto mediante il quale una parte, attraverso il pagamento di un premio ottiene il diritto di acquistare, entro un certo termine o periodo, una determinata attività ad una certa quantità e ad un certo prezzo di esercizio. L'opzione put ha la stessa definizione della call solamente che in questo caso una delle parti acquista il diritto di vendere un'attività e non di acquistarla.⁹⁵

La complessità delle operazioni del finanziamento mezzanino, portano il prestatore a redigere i contratti in maniera del tutto specifica all'azienda sottostante.

Le diverse formulazioni del contratto possono riguardare:

- **Prezzo di acquisto o vendita delle azioni della società target:** le parti contrattano il prezzo che può essere pari al prezzo di mercato, prezzo determinato mediante l'applicazione di parametri economico aziendali riferiti all'azienda target o ad un prezzo pre-concordato.

⁹³ Sante Maiolica, "Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.22.

⁹⁴ *Ivi*, Pag.22-24.

⁹⁵ *Ivi*, Pag.24-25.

- **Premio:** non sempre viene previsto il pagamento esplicito del premio per acquisire i diritti d'opzione, ma questo può essere ricompreso all'interno del costo del finanziamento subordinato concesso.
 - **Periodo d'esercizio:** solitamente legato alla durata del periodo concesso o alla data del termine di questo oppure al realizzarsi di determinati eventi.
 - **Numero azioni acquisibili/vendibili:** dipende dal valore stimato della società target al tempo di inizio/fine del finanziamento, obiettivi di rendimento del mezzanino player e coerenza con il costo del finanziamento contratto dall'azienda target e processo di negoziazione tra azienda target/fondo di PE.⁹⁶
- **Garanzie:** sebbene questa non sia una componente di tipo finanziario, assume una rilevanza notevole all'interno dello strumento mezzanino in quanto mitiga tutti gli elementi di rigidità impliciti nel capitale di debito e di rischio. Parlare di garanzie nel debito mezzanino potrebbe sembrare improprio in quanto il debito mezzanino si pone in una posizione di subordine rispetto ad altre forme di capitale presenti in azienda coperte da garanzie reali. Tuttavia la forza del mezzanino è proprio quella di non intervenire a fronte di garanzie reali ma soltanto a fronte dell'impegno da parte dell'azienda, appositamente contrattualizzato in clausole denominate covenants (di cui si è già parlato nel debito senior), a proseguire il piano a fronte del quale è stato richiesto il finanziamento e ad assicurare il rimborso del debito contratto.⁹⁷ Queste garanzie possono essere previste nel debito mezzanino in quanto nonostante l'evoluzione dei meccanismi di funzionamento dei nuovi strumenti finanziari abbia, di fatto, ridotto in maniera notevole le asimmetrie informative tra soggetto finanziario e finanziatore, esistono elementi di incertezza legati ai fattori in nessun modo prevedibili e quantificabili. Lo scopo delle garanzie è quella di coprire tale area di incertezza tutelando da una parte il finanziatore che vede limitare il volume dei rischi assunti e dall'altra il finanziato che vede limitare il costo del finanziamento contratto.⁹⁸

⁹⁶ Sante Maiolica, "Il mezzanino finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato, Università degli studi di Brescia, 2009, Paper numero 87, Pag.25-26.

⁹⁷ *Ivi*, Pag.6.

⁹⁸ *Ivi*, Pag.26.

CAPITALE DI EQUITY

In un LBO il capitale di equity può servire dal 20 sino al 60% del fabbisogno finanziario.⁹⁹ La percentuale di utilizzo di capitale di rischio dipende fortemente dal costo del capitale di debito nel mercato e dal livello di rischio che il fondo di PE è disposto a sostenere. L'utilizzo di questo capitale funge anche da “cuscinetto” agli istituti di credito ed agli obbligazionisti nel caso in cui le condizioni finanziarie della società target successivamente al LBO vadano deteriorandosi. Come già in precedenza detto, il capitale di rischio viene fornito dai limited partner del fondo di PE i quali si aspettano alla chiusura del fondo il riconoscimento di un alto rendimento derivante dall'investimento.¹⁰⁰

I fondi di PE durante un LBO spesso danno la possibilità ai manager della società target (che possono essere quelli già presenti prima dell'inizio dell'operazione o quelli entranti individuati dal fondo di PE) di investire, attraverso apporti in denaro, nella newco appositamente costituita per svolgere l'operazione. In certi casi le azioni o quote attribuite ai manager possono essere emesse sotto la pari in modo da garantire a questi soggetti un rendimento maggiore nel caso in cui l'operazione di LBO vada a buon fine, invogliandoli a partecipare all'apporto di capitale di equity.¹⁰¹

Vi possono essere casi in cui i fondi di PE chiedono ai soci uscenti della società target di reinvestire nella newco una parte di quanto ottenuto dalla cessione, permettendo così di ridurre in capo al fondo il rischio derivante dall'operazione di LBO.¹⁰²

Gli investitori strategici a differenza dei fondi di PE sono meno inclini ad utilizzare elevati livelli di debito. Nei casi di acquisizione di target di piccole dimensioni (dove il criterio della grandezza è rapportato alle dimensioni della società acquirente) molto probabilmente gli IS finanzieranno l'operazione utilizzando la cassa interna disponibile. Nel caso in cui le società target si caratterizzino per le loro grandi dimensioni, l'investitore strategico si può trovare nella situazione di dover richiedere ad un istituto di credito l'accensione di un finanziamento. In questo caso solitamente l'ammontare del capitale di debito richiesto da un IS sarà molto minore rispetto a quello necessario ad un fondo di PE per implementare un LBO e spesso il finanziamento che viene acceso ricade nella categoria senior (emesso quasi sempre da banche

⁹⁹ Elio Talmor, Florin Vasvari, “International Private Equity”, A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264.

¹⁰⁰ *Ibidem*.

¹⁰¹ Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi, “Corporate Finance Theory and Practice”, John Wiley & Sons Ltd, 2018, Pag.847.

¹⁰² Elio Talmor, Florin Vasvari, “International Private Equity”, A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.264.

commerciali) ed è accompagnato da garanzie reali sia sugli asset dell'IS che su quelli della società target.¹⁰³

Nonostante quanto appena detto molti si sono chiesti se gli investitori strategici possono utilizzare la leva con le stesse modalità e gli stessi importi dei fondi di PE. Tecnicamente risulterebbe possibile, però potrebbero sorgere due principali problematiche che causerebbero la limitazione dell'utilizzo da parte degli IS:

- Mancanza di esperienza gestionale di operazioni caratterizzate da un'alta leva finanziaria. Dopo la chiusura dell'operazione un IS potrebbe riscontrare grosse difficoltà nella gestione di un alto indebitamento, rischiando di incorrere in un grave squilibrio finanziario o di focalizzarsi sui risultati finanziari e sulla gestione dei flussi di cassa, sacrificando l'implementazione delle sinergie e dei piani strategici previsti per medio-lungo periodo. Questo risultato negativo potrebbe essere causato anche dalla riduzione degli investimenti, come spesso avviene una volta che la società target entra a far parte del portafoglio investimenti dei fondi di PE (questo argomento sarà discusso più nel dettaglio nel secondo capitolo).
- Peggioramento del benchmark rispetto ai concorrenti del settore. Un alto indebitamento comporterebbe per l'IS che l'ha contratto un peggioramento del rapporto debito su equity rispetto a quello dei suoi concorrenti operanti nel medesimo settore, causando così una diminuzione del valore di mercato o il rating della società acquirente. Tutto ciò implicherebbe una minore probabilità per l'IS di contrarre ulteriore debito nei momenti in cui ne avesse bisogno per sviluppare la sua attività o per eventualmente intraprendere un'attività di ristrutturazione del debito in precedenza acceso.

Vi sono stati studi (che in questa sede accenniamo velocemente ma che saranno approfonditi nel secondo capitolo) che hanno dimostrato la propensione degli IS a non indebitarsi al momento di implementare un'acquisizione, nel caso in cui il rapporto debito/equity di settore (utilizzato come benchmark con le altre società concorrenti) sia molto basso. Diversamente se il rapporto oggetto d'analisi presenta importi rilevanti è stata riscontrata un maggiore utilizzo della leva da parte degli IS.¹⁰⁴

È indiscusso che il finanziamento dell'operazione in denaro implichi un vantaggio per l'IS in quanto rende l'operazione maggiormente attrattiva per i soci della società target. Però come in precedenza già descritto nel caso di operazioni che coinvolgono target di grandi dimensioni gli

¹⁰³ Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag. 7.

¹⁰⁴ Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag. 8-10.

IS strategici si possono trovare costretti a dover accendere dei finanziamenti per dover finanziare l'operazione, in quanto non presentano le disponibilità liquide necessarie per finanziare l'operazione ed i soci per varie ragioni non sono disposti ad effettuare nuovi conferimenti, però non sempre gli IS sono disposti a contrarre nuovi finanziamenti per i motivi sopra indicati.¹⁰⁵ Quindi vi sono casi in cui l'acquisizione di una società target venga finanziata da un IS trasferendo ai soci della società target non denaro ma bensì una parte delle proprie partecipazioni. L'utilizzo di questa modalità di pagamento implica grandi vantaggi per gli IS perché permette a questi di conservare la propria posizione di cassa e di debito. L'utilizzo di questo metodo è preferito dall'IS anche nei casi in cui: 1) il suo valore di mercato è sovrastimato; 2) non presenta una sufficiente capacità di indebitamento.¹⁰⁶

Il mercato può prevedere che l'operazione generi in futuro per la società acquirente delle sinergie o ritorni negativi, influenzando così il valore delle partecipazioni dell'IS che vengono cedute ai soci della target. Nel primo caso (sinergie), i soggetti a cui vengono proposte le partecipazioni invece che il denaro per finanziare l'operazione possono beneficiare di un immediato plus valore, nel secondo caso (ritorni negativi), incomberanno in un minus valore implicando una perdita rispetto al caso in cui avessero ricevuto l'integrale pagamento in denaro.¹⁰⁷

La parte fondamentale di questo metodo sta' nella determinazione di un adeguato rapporto di concambio (che rappresenta il numero di azioni dell'offerente ricevute per ogni azione della target) che dipenderà molto dalla forza contrattuale delle due parti. Solitamente l'utilizzo delle partecipazioni per finanziare le operazioni di acquisizioni da parte degli IS sono favorite da questi nei casi in cui i multipli di mercato della società acquirente sono maggiori rispetto a quelli della società target.¹⁰⁸

Lo svantaggio di finanziare un'operazione di acquisizione mediante l'utilizzo delle partecipazioni dell'IS si può individuare nei maggiori costi legali e di procedura e nella maggior durata del processo, riconducibile ad esempio alla necessità dei soci della società target di svolgere una due diligence sulla società acquirente, finalizzata ad individuare il reale valore delle partecipazioni utilizzate per finanziare l'operazione.¹⁰⁹

¹⁰⁵ John E. Caldwell, Ken Smith, "Overseeing Mergers and Acquisitions", Chartered Professional Accountants Canada, Pag.77.

¹⁰⁶ *Ibidem*.

¹⁰⁷ *Ivi*, Pag.77-78.

¹⁰⁸ B.P. Bijay Sankar, N.M. Leepsa, "Payment Methods in Merger and Acquisitions: A Theoretical Framework", Macrothink Institute, VI.8, 2018, Pag. 175.

¹⁰⁹ *Ivi*, Pag.176.

1.3.6 Piani di uscita

Per gli IS non sono previsti piani di uscita, in quanto solitamente questi soggetti prevedono nel medio-lungo periodo l'implementazione di una strategia di integrazione con il business della target, al fine di generare le sinergie previste prima di concludere l'operazione.

Diverso è il caso dei fondi di PE i quali dopo un determinato periodo di tempo devono procedere col disinvestimento della società target in precedenza acquistata in modo da poter massimizzare il rendimento derivante dall'operazione di leveraged buyout.¹¹⁰

Vi sono varie tipologie di disinvestimento che un fondo di PE può attuare, ma le principali sono:

- **Vendita della società target (in precedenza fusa con la newco) ad un investitore strategico:** questa tipologia di acquirente può essere interessato alla società target perché prevede una crescita del mercato in cui questa opera, per il suo portafoglio brevetti, per i suoi prodotti innovativi, per le sinergie che si possono generare successivamente all'integrazione dei business, ecc. Si può quindi intuire che l'obiettivo primario di un IS è quello di raggiungere un vantaggio competitivo nel lungo periodo e per questo è disposto a riconoscere una parte delle performance future al fondi di PE che intende disinvestire, attraverso il pagamento di un prezzo maggiore rispetto a quello che sarebbero disposti a pagare altri investitori non strategici. Per i vari motivi sopra indicati gli IS spesso preferiscono finanziare l'operazione di acquisizione attraverso l'utilizzo di denaro, quando possibile, fornendo così al fondo che effettua il disinvestimento una liquidità immediata. Ulteriore vantaggio di questo piano d'uscita si può riscontrare nello svolgimento più rapido ed efficiente del processo di acquisizione, a differenza di un IPO che è sottoposta a normative applicabili alle transazioni effettuate nei mercati finanziari, che ne limitano lo svolgimento creando così un rallentamento della procedura. Per tutti questi motivi tendenzialmente i fondi di PE preferiscono vendere la società in precedenza acquistata agli investitori strategici.¹¹¹
- **Initial Public Offering (IPO):** questo metodo di exit prevede di vendere le quote o le azioni della società che è stata in precedenza oggetto di LBO nel mercato azionario per la prima volta. Solitamente alla prima offerta si ha una parziale monetizzazione delle partecipazioni offerte, per questo successivamente può essere prevista una seconda

¹¹⁰ Jan Vild, Claudia Zeisberger, "Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an investment process", INSEAD, March 2014, Pag.12.

¹¹¹ Didier Folus, Emmanuel Boutron, "Private Equity Opportunity and Risk", Oxford University Press, Pag.220.

offerta. Quando il mercato azionario è in rialzo l'utilizzo dell'IPO può permettere al fondo di PE che disinveste di ottenere un rendimento maggiore.¹¹²

L'IPO può implicare elevati costi di transazione dovuti alle normative che regolano il mercato dei capitali. Vi sono casi in cui il fondo di PE vuole cedere tutte le partecipazioni, ma questo comportamento potrebbe indurre i futuri investitori a credere che quell'investimento non perseguirà le performance che inizialmente erano state previste dal fondo, dato che questo non ha mantenuto una sua partecipazione nella società sottoposta a IPO. Per questo motivo gli investitori finanziari che utilizzano il metodo dell'IPO spesso non disinvestono tutto l'ammontare del debito ma continuano a detenere una parte delle azioni, potendo così partecipare ai futuri benefici derivanti da una successiva crescita. In certi casi il disinvestimento totale può essere proibito al fondo per un determinato arco temporale chiamato periodo di *lock-up*.¹¹³

- **Secondary buyout:** in questo caso un investitore finanziario cede le partecipazioni della società precedentemente acquisita ad un altro investitore finanziario. Il metodo in analisi può essere utilizzato nel momento in cui un investitore strategico decide di vendere la società presente nel proprio portafoglio investimenti, quando questa ha raggiunto il periodo minimo di investimento, ma ha già generato un alto rendimento.

Ulteriore punto di forza del *secondary buyout* lo si può trovare nella flessibilità del processo di vendita. Ad esempio il fondo di PE che disinveste può decidere di mantenere una parziale partecipazione nella società oggetto di cessione col fine di beneficiare di eventuali crescite future. Il *secondary buyout* può essere utilizzato come piano d'uscita nei casi in cui un fondo di PE non è più disposto o capace a finanziare il business della società presente nel suo portafoglio investimenti e non può intraprendere un IPO in quanto la società non è ancora pronta per un simile percorso, oppure non vi siano investitori strategici disposti ad acquistarla perché si tratterebbe di un investimento non coerente con la loro strategia. Il *secondary buyout* a differenza di un IPO può garantire una totale uscita dall'investimento da parte del fondo di PE ed un processo di disinvestimento più rapido.¹¹⁴

- **Leveraged recapitalization:** è un particolare metodo di uscita parziale in cui una società facente parte del portafoglio investimenti del fondo di PE richiede l'accensione di un nuovo finanziamento (che può avvenire attraverso l'emissione di nuove obbligazioni o può essere erogato da una banca) al fine di pagare un dividendo speciale

¹¹² Elio Talmor, Florin Vasvari, "International Private Equity", A John Wiley and Sons Ltd Publication 2011, Pag.269.

¹¹³ Didier Folus, Emmanuel Boutron, "Private Equity Opportunity and Risk", Oxford University Press, Pag.220.

¹¹⁴ Ivi, Pag.221-222.

ai soci. Questo è un metodo alternativo alla vendita utilizzato dai fondi di PE per monetizzare una parte dei risultati ottenuti dalla società acquisita senza venderla, oppure nel caso in cui non si raggiunga nel mercato il valore richiesto per cedere la società.¹¹⁵

Nel capitolo seguente verranno indicati, grazie all'ausilio della letteratura esistente, i fattori che influenzano il metodo di pagamento e di finanziamento nelle acquisizioni svolte dagli investitori strategici. Verrà anche spiegato attraverso la trade off theory se gli acquirenti strategici che raggiungono un livello di indebitamento superiore a quello obiettivo, tendono o meno a ridurlo per riportarlo al valore prestabilito.

Sempre grazie alla letteratura esistente verrà data evidenza della tipologia di debito solitamente utilizzato dai fondi di PE per implementare un LBO (ovviamente in questo caso non sarà data evidenza come per gli investitori strategici dei fattori che condizionano le modalità di pagamento e di finanziamento, perché quasi per definizione un LBO viene pagato per cassa ed è per la maggior parte finanziato ricorrendo al debito). Nel capitolo in questione saranno mostrati i risultati degli studi concernenti, la diminuzione dell'elevato livello di debito post-LBO.

La seconda parte del capitolo successivo, inizialmente dà una panoramica generale sulla teoria che tratta l'esistenza della correlazione tra livello di debito e livello di R&S. Successivamente questa relazione verrà trattata dal punto di vista post-acquisizione per gli investitori strategici e post-LBO per i fondi di PE.

¹¹⁵ *Ivi*, Pag.222.

CAPITOLO 2

2 Metodi di pagamento ed effetti post deal

2.1 Metodi di pagamento nelle operazioni di M&A eseguite da investitori strategici

La scelta del metodo di pagamento da utilizzare per condurre un'acquisizione da parte di un investitore strategico può avvenire per cassa, scambio di azioni o utilizzo congiunto di entrambi i mezzi.¹¹⁶

Nella letteratura teorica ed empirica sul tema emerge che alcuni fattori, quali la struttura proprietaria, la dimensione della società target o della società acquirente, il profilo fiscale, le asimmetrie informative, le opportunità di crescita, l'ammontare del Free Cash Flow, la Corporate Governance e la struttura finanziaria della società acquirente, possono influenzare in modo significativo la scelta del metodo di pagamento.¹¹⁷

Quando le acquisizioni sono finanziate per cassa e non vi sono sufficienti risorse interne disponibili, l'acquirente deve scegliere se emettere nuovo debito (con effetti sui costi del dissesto finanziario) o nuove azioni (con effetti sul controllo della proprietà). Comunque sia, la struttura finanziaria dell'acquirente risulta modificata.¹¹⁸

Alcuni studi (vedi *infra*) hanno rilevato che le acquisizioni per cassa fanno ricorso al debito come principale fonte di finanziamento.

Bharadwaj e Shivdasani (2003) analizzando un campione di 115 acquisizioni avvenute in Nord America tra il 1990 ed il 1996 e finanziate con cassa, hanno riscontrato che nel 70% dei casi ha comportato l'accensione di un debito bancario e la metà di queste sono finanziate dalla banca per il loro intero ammontare.¹¹⁹

Faccio e Masulis (2005) analizzando un campione di 3.864 acquisizioni avvenute in 13 paesi europei tra gennaio 1997 e dicembre 2000, hanno dimostrato che l'80% delle transazioni sono finanziate per cassa, l'11.3% con scambio di azioni e nell'8.4% dei casi vengono utilizzati sia denaro che partecipazioni. Gli Autori sostengono che la percentuale pari all'80% individuata, è maggiore rispetto a quella indicata da altri studi in quanto nel loro campione vengono

¹¹⁶ Mario Ossorio; "Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia", Dipartimento di Strategie Aziendali e Metodologie Quantitative Seconda Università Degli Studi di Napoli, pag.70.

¹¹⁷ B.P. Bijay Sankar, N.M. Leepsa, "Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A Theoretical Framework", Macrothink Institute, 2018, Vol.8, No.1, Pag. 177.

¹¹⁸ Mario Ossorio; "Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia", Dipartimento di Strategie Aziendali e Metodologie Quantitative Seconda Università Degli Studi di Napoli, pag.71.

¹¹⁹ Anu Bharadwaj, Anil Shivdasani, "Valuation effects of bank financing in acquisitions", Journal of Financial Economics, 2003, pag. 113-148.

considerate per la maggior parte società non quotate, i cui soci a differenza di quelli delle società quotate sono meno propensi ad utilizzare le partecipazioni per finanziare l'acquisizione per paura di perdere il loro potere di controllo sulla società.

Faccio e Masulis (2005), notano che la maggior parte delle imprese acquirenti non dispone di sufficiente liquidità interna per poter condurre un'acquisizione per cassa e per questo motivo utilizzano fonti di finanziamento esterne (debito o emissione di azioni o quote). Gli Autori dimostrano che il debito viene utilizzato come principale fonte di finanziamento, a differenza dell'emissione di nuove azioni o quote, le quali sono meno utilizzate perché potrebbero far sorgere il rischio di diluire il potere di controllo posseduto dai vecchi soci prima dell'annuncio dell'acquisizione.

Nella survey oggetto d'esame viene anche evidenziato che il metodo di pagamento per cassa durante l'acquisizione è favorito, quando la società acquirente ha un accesso "privilegiato" al debito bancario a tassi favorevoli, questo vantaggio si può avere quando uno o più soci della società acquirente hanno ottimi rapporti con i dirigenti della banca oppure essi stessi ricoprono all'interno di questa un ruolo manageriale.¹²⁰

Martynova e Renneboog (2009) analizzando un campione di 1.361 operazioni M&A realizzate in Europa tra il 1993 ed il 2001, a differenza degli autori precedentemente menzionati, non si sono concentrati solo sulle decisioni di pagamento di un'operazione di M&A ma hanno studiato anche le decisioni di finanziamento (debito o equity), evidenziando così alcuni risultati discordanti rispetto alla letterature precedente. Infatti Martynova e Renneboog (2009) rilevano che il 69% delle M&A pagate per cassa utilizza le riserve interne di liquidità come fonte di pagamento, evidenziando un risultato che non è in linea con gli studi in cui vien fatto prevalere l'indebitamento quale fonte di finanziamento primaria nelle acquisizioni pagate per cassa. Gli autori precisano che nelle operazioni di M&A pagate per cassa e finanziate ricorrendo a fonti esterne, il 78% degli acquirenti utilizza il debito come forma di finanziamento. Viene messo in luce il fatto che gli acquirenti emettono nuove azioni non solo per scambiarle con le azioni della target ma anche per raccogliere nuova liquidità e utilizzarla come metodo di pagamento. Tuttavia la maggior parte delle acquisizioni finanziate attraverso l'emissione azionaria solo nell'11% delle operazioni viene utilizzata la cassa come metodo di pagamento mentre nell'89% dei casi il pagamento avviene attraverso scambio di azioni.¹²¹

¹²⁰ Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

¹²¹ Marina Martynova, Luc Renneboog, "What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?", *Journal of Corporate Finance*, 2009, pp.290-315.

2.1.1 Fattori che condizionano le modalità di pagamento e di finanziamento

Correlazione tra metodo di pagamento e ritorni post-acquisizione.

Travlos (1987) analizzando un campione di 167 acquisizioni condotte tra il 1972 ed il 1981 scopre che in media i prezzi delle azioni delle società acquirenti diminuiscono a seguito dell'annuncio che l'operazione sarà finanziata attraverso lo scambio di partecipazioni. Viceversa quando viene comunicato al mercato che l'acquisizione avverrà mediante l'utilizzo della cassa, il prezzo delle azioni della società acquirente registrano un ritorno "normale". La giustificazione di questo risultato la si può riscontrare nel fatto che l'annuncio dell'acquisizione mediante scambio di azioni induce gli investitori esterni a credere che la società acquirente utilizzi questo metodo di pagamento, in quanto i propri manager sono a conoscenza che il valore della società in cui operano è sopravvalutato.¹²²

Heron e Lie (2002) studiando un campione di 859 acquisizioni annunciate e concluse tra il 1985 ed il 1997 individuano un relazione negativa tra utilizzo delle azioni come modalità di pagamento e ritorni a lungo termine post-acquisizione riferite alle azioni della società acquirente. La spiegazione a questa relazione è che gli investitori dopo l'acquisizione mediante scambio di partecipazioni potrebbero essere molto ottimisti nel prevedere le future opportunità di crescita derivanti dalla transazione. Infatti anche se dopo l'acquisto le successive performance della società acquirente non cambiano, il prezzo delle azioni di questa possono subire una riduzione se gli investitori cambiano le loro aspettative sulle future opportunità di crescita.¹²³

Bharadwaj e Shivdasani (2003) hanno riscontrato che le acquisizioni finanziate interamente attraverso debito bancario sono viste positivamente dagli investitori. Questa correlazione è dimostrata dal fatto che il Cumulative Abnormal Return ("CAR") - indicatore utilizzato per valutare l'impatto delle notizie riguardanti una certa società sul prezzo delle sue azione, ricavabile dalla differenza tra il rendimento atteso di un titolo ed il suo effettivo rendimento misurato nei tre giorni successivi all'annuncio dell'acquisizione ha media positiva ed è statisticamente significativo. Nei casi in cui l'acquisizione è finanziata interamente con risorse interne alla società acquirente o viene finanziata parzialmente attraverso l'utilizzo del debito bancario, i risultati evidenziano un basso e statisticamente non significativo CAR post annuncio.

¹²² Nickolaos G. Travlos, "Takeover Bids, Methods of Payment and Bidding Firms' Stock Returns", The Journal Of Finance, Vol.42 N.4, 1987, Pag. 943-963.

¹²³ Randall Heron, Erik Lie, "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 37, N.1, 2002, Pag. 137-155.

Gli autori hanno anche individuato che le banche svolgono un ruolo di controllo sull'attività svolta dalla società che viene finanziata, soprattutto quando la proprietà di questa è ampiamente detenuta dai suoi manager, i quali spesso, hanno un forte interesse ad intraprendere un'acquisizione che possa generare un alto rendimento ma che risulta essere allo stesso tempo rischiosa.¹²⁴

Correlazione tra metodo di pagamento e concentrazione della compagine sociale.

Amihud, Lev and Travlos (1990) hanno esaminato la relazione che intercorre tra controllo societario da parte dei manager della società che ricoprono anche il ruolo di soci e metodo di pagamento utilizzato in un'acquisizione. Lo studio ha evidenziato che maggiore è il controllo dei manager che possiedono un determinato numero di azioni o quote è più elevata la probabilità che nelle acquisizioni sia utilizzata la cassa invece che lo scambio di partecipazioni. Questo è giustificato dal fatto che i manager della società acquirente non sono disposti ad incorrere nel rischio di perdere il loro potere di controllo a seguito dell'emissione di nuove azioni o quote.¹²⁵

J. Martin (1996) sostiene che non vi è relazione tra controllo dei manager che possiedono le azioni o quote della società acquirente e probabilità di utilizzo delle partecipazioni come metodo di pagamento quando si hanno livelli di concentrazione azionaria bassi o elevati. Per i livelli intermedi gli autori hanno individuato invece una relazione negativa.¹²⁶

Faccio e Masulis (2005) hanno constatato che solitamente le acquisizioni di società target avvengono per cassa quando il socio/i di controllo della società acquirente ha/hanno un potere di voto rientrante nell'intervallo tra il 20 ed il 60%. Questo risultato è giustificato dal fatto che utilizzare lo scambio delle partecipazioni in un'acquisizione potrebbe ridurre il potere di controllo detenuto dal socio/i della società acquirente. Diverso è il risultato a cui gli autori giungono per le acquisizioni effettuate da società acquirenti quotate. In questo caso è stato constatato che le società quotate sono più propense ad utilizzare le partecipazioni come metodo di pagamento.¹²⁷

Martynova e Renneboog (2009) sostengono che le modalità di finanziamento dipendono dal tipo di struttura proprietaria. Quando la società acquirente ha un socio che possiede almeno il

¹²⁴ Anu Bharadwaj, Anil Shivdasani, "Valuation effects of bank financing in acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 2003, pag. 113-148.

¹²⁵ Yakov Amihud, Baruch Lev, Nikolas G. Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.45, N.2, 1990, Pag. 603-616.

¹²⁶ Kenneth J. Martin, "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership", *The Journal of Finance*, Vol.51, N.4, 1996, Pag. 1227-1246.

¹²⁷ Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

20% delle azioni o quote con diritto di voto, spesso l'operazione di M&A viene finanziata con i fondi generati internamente, mentre se la struttura azionaria risulta essere molto frammentata il finanziamento avviene mediante l'utilizzo di equity.

Gli autori evidenziano che al crescere delle dimensioni della società acquirente aumenta anche la possibilità che le operazioni chiuse per cassa siano finanziate con equity. Questo è sempre ricollegato al fatto che nelle società di grandi dimensioni in cui la compagine sociale è frammentata c'è un minor controllo sull'operato dei manager, i quali possono perseguire interessi personali.

Sorprendentemente Martynova e Renneboog (2009) notano che le acquisizioni finanziate mediante l'ausilio del debito sono, per il 61% del campione analizzato, intraprese da società acquirenti con una compagine sociale frammentata. La causa da cui deriva questo risultato la si può ricercare nella maggior esposizione di queste società a potenziali takeover rispetto alle società caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata.

Dalla ricerca effettuata è anche emerso che una compagine sociale concentrata o frammentata influenza non solo le modalità di finanziamento ma anche di pagamento. In particolare gli autori evidenziano che le società acquirenti caratterizzate dalla presenza di soci con un elevato potere di controllo, pagano le operazioni di M&A per cassa (ottenuta attraverso i fondi generati internamente o mediante indebitamento), viceversa nelle società in cui la compagine sociale è frammentata le acquisizioni avvengono mediante pagamento in partecipazioni o per cassa (ottenuta mediante l'emissione di nuove azioni o quote) o tramite un mix di azioni e partecipazioni.¹²⁸

Pagamento mediante partecipazioni e manipolazioni contabili.

Erickson e Wang (1999) analizzando un campione di 55 acquisizioni avvenute mediante scambio di partecipazioni tra il 1985 ed il 1990 dimostrano che nei casi in cui la società acquirente decida di utilizzare le proprie partecipazioni nell'operazione di M&A, questa cercherà di aumentare il valore delle partecipazioni nel periodo precedente all'annuncio dell'acquisto aumentando il suo risultato netto, soprattutto attraverso la gestione degli accantonamenti discrezionali. In questo modo la società acquirente riesce ad inflazionare il valore delle proprie partecipazioni, riducendo così l'effettivo costo d'acquisto. Tale conclusione è anche sostenuta dall'evidenza che il valore delle partecipazioni dopo la chiusura dell'acquisizione diminuiscono in quanto si verificano gli eventi negativi che avrebbero dovuto

¹²⁸ Marina Martynova, Luc Renneboog, "What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?", *Journal of Corporate Finance*, 2009, pp.290-315.

essere rappresentati in precedenza attraverso gli opportuni accantonamenti che non sono stati invece inseriti prima, al fine di migliorare il risultato della società acquirente ed innalzare il prezzo delle partecipazioni che saranno poi utilizzate come metodo di pagamento.

Gli autori evidenziano l'esistenza di una relazione positiva tra grado di manipolazione del risultato netto della società acquirente prima dell'annuncio di acquisizione e grandezza del deal. Ossia più grande è il valore della società target più è probabile che vi sia una manomissione dei risultati della società acquirente finalizzati ad inflazionare il prezzo delle partecipazioni di questa.¹²⁹

Heron e Lie (2002) giungono ad una conclusione diversa da quanto appena detto. Gli autori considerando un campione di 859 acquisizioni annunciate e concluse tra il 1985 ed il 1997 non riscontrano alcuna manipolazione del risultato netto, quando le società acquirenti presentano performance operative superiori rispetto alla società che operano nel medesimo settore. Gli autori scoprono che le società acquirenti analizzate, in media presentano performance operative superiori ai loro competitor non solo prima ma anche successivamente al momento dell'acquisizione.

Quando Heron e Lie (2002) hanno categorizzato le varie acquisizioni a seconda delle modalità con cui queste vengono pagate, non hanno trovato differenze rilevanti nei valori degli accantonamenti discrezionali pre-acquisizione o nelle performance operative post-acquisizione tra le diverse modalità di pagamento, giungendo così alla conclusione che il tipo di metodo di pagamento utilizzato in un'acquisizione appare non fornire alcuna informazione sulle performance operative successive all'operazione. Diversamente è stato evidenziato che le performance operative post-acquisizione migliorano quando società con un alto market to book ratio acquistano società con un market to book ratio basso e quando sia la società acquirente e la società target appartengono allo stesso settore.¹³⁰

Correlazione tra opportunità di crescita e metodi di pagamento o finanziamento.

J. Martin (1996) esaminando un campione di 846 acquisizioni avvenute nel periodo tra il 1978 ed il 1988 giungono alla conclusione che più elevate sono le opportunità di crescita delle società acquirenti più queste sono propense ad utilizzare le loro partecipazioni per finanziare l'operazione. I risultati ottenuti dallo studio hanno rivelato che le società con un Q-ratio di 2.0

¹²⁹ Merle Erickson, Shiing-wu Wang, "Earnings management by Acquiring Firms in Stock For Stock Mergers", *Journal of Accounting and Economics*, 1999, Pag. 149-176.

¹³⁰ Randall Heron, Erik Lie, "Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, N.1, 2002, Pag. 137-155.

sono più propense ad utilizzare le partecipazioni per finanziare l'operazione rispetto a società acquirenti che presentano un Q-ratio di 1.0.¹³¹

Faccio e Masulis (2005) dimostrano che i soci della società target sono più propensi a ricevere le partecipazioni della società acquirente quando questa presenta ampie opportunità di crescita future, individuabili attraverso il loro Market to Book Value Ratio. Dai risultati ottenuti gli autori sostengono che un alto MKT/Book Value è associato ad un alto utilizzo di partecipazioni e pertanto ad un basso utilizzo di cassa nelle acquisizioni. Tale relazione è statisticamente significativa all'1%.

Faccio e Masulis dimostrano anche che nel caso in cui le azioni delle società acquirenti non siano facilmente liquidabili (la liquidità viene calcolata rapportando il numero di azioni scambiate in un determinato mese con le azioni presenti all'inizio o alla fine del mese stesso) i soci della società target sono meno propensi ad accettare queste come metodo di pagamento. Tale relazione però non risulta essere statisticamente significativa.¹³²

Martynova e Renneboog (2009) notano che le società acquirenti che optano per finanziare l'operazione mediante equity presentano elevate opportunità di crescita future. Infatti le società che finanziano l'operazione con le risorse generate internamente presentano in media un Q-ratio (Total Market Value/Total Asset Value) pari a 1.61, quelle che utilizzano il debito come strumento di finanziamento presentano un valore pari a 2 mentre se l'operazione avviene mediante l'utilizzo dell'equity le società acquirenti presentano un Q-ratio medio pari a 2.28.¹³³

Correlazione tra prezzi delle azioni delle società acquirenti e metodo di pagamento.

Faccio e Masulis (2005) evidenziano nel loro studio che un incremento del prezzo delle azioni della società acquirente prima dell'annuncio dell'operazione di M&A è negativamente e significativamente correlato con l'utilizzo della cassa come metodo di pagamento.¹³⁴ Questo risultato è coerente con quanto individuato da Hansen (1987) il quale ha dimostrato che le società acquirenti sono più propense ad utilizzare le partecipazioni come metodo di pagamento quando il loro valore è sopravvalutato.¹³⁵

¹³¹ Kenneth J. Martin, "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership", *The Journal of Finance*, Vol.51, N.4, 1996, Pag. 1227-1246.

¹³² Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

¹³³ Marina Martynova, Luc Renneboog, "What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?", *Journal of Corporate Finance*, 2009, pp.290-315.

¹³⁴ Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

¹³⁵ Robert G. Hansen, "A Theory for the choice of exchange Medium in Mergers and Acquisitions", *The Journal of Business*, Vol. 60 N., 1987, Pag. 75-95.

Martynova e Renneboog (2009) evidenziano che la decisione di finanziare l'acquisizione attraverso l'equity dipende dalle performance del prezzo delle azioni della società acquirente nel periodo compreso tra i 60 e di 20 giorni antecedenti all'annuncio dello svolgimento dell'operazione. È stato individuato un incremento medio del prezzo delle azioni delle società acquirenti pari al 2.21% se l'acquisizione veniva finanziata con equity, del 1.96% se veniva utilizzato il debito e quasi prossimo allo zero quando l'operazione veniva finanziata con la cassa generata internamente.¹³⁶

Dimensione aziende coinvolte e modalità di pagamento

Hansen (1987) ha individuato che se l'acquisizione vede coinvolta una società target di grandi dimensioni solitamente il metodo di pagamento utilizzato sono le partecipazioni. In questo caso il fine dei soci della società acquirente è condividere con quelli della società target il rischio dell'operazione.¹³⁷

Faccio e Masulis (2005) hanno rilevato che le operazioni di M&A finanziate attraverso l'utilizzo della cassa hanno una dimensione non elevata se paragonati con il valore di capitalizzazione della società acquirente. Risultato opposto si ha per le acquisizioni finanziate con l'utilizzo delle partecipazioni o mediante un mix di cassa e partecipazioni, dove la grandezza dell'operazione rispetto alla capitalizzazione è più elevata.¹³⁸

Martynova e Renneboog (2009) dimostrano che il valore della società target in media è di 2.290 milioni di dollari quando sono utilizzate le partecipazioni come metodo di pagamento, mentre se viene utilizzato il denaro le dimensioni della società target sia aggirano in media tra i 114 ed i 1.106 milioni di dollari, cifre di molto inferiori rispetto al primo caso.

Assimetriche Informative e modalità di pagamento

Mejers e Majluf (1984) attraverso il modello da loro implementato sono giunti alla conclusione che se i manager della società acquirente sono meglio informati sul valore della società che gestiscono rispetto agli investitori esterni, preferiranno finanziare l'acquisizione attraverso l'utilizzo delle partecipazioni quando il valore delle azioni (o quote) della società acquirente sono sopravvalutate dai soci della società target, i quali essendo a conoscenza dell'esistenza di

¹³⁶ Marina Martynova, Luc Renneboog, "What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?", *Journal of Corporate Finance*, 2009, pp.290-315.

¹³⁷ Robert G. Hansen, "A Theory for the choice of exchange Medium in Mergers and Acquisitions", *The Journal of Business*, Vol. 60 N., 1987, Pag. 75-95.

¹³⁸ Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

un tale comportamento da parte della società acquirente cercheranno di abbassare il suo valore.¹³⁹

Hansen (1987) evidenzia che se i soci della società target sono meglio informati sul valore di questa prima della cessione, rispetto agli investitori esterni, il pagamento mediante la partecipazione della società acquirente sarà preferito rispetto al pagamento in denaro dai soci della società target quando il valore di questa è sottostimato dalla società acquirente, in modo tale che tali soggetti possano partecipare ai guadagni derivanti dalla rivalutazione delle azioni successivamente alla chiusura dell'operazione.¹⁴⁰

Fishman (1989) ritiene che quando i costi fissi necessari per ottenere le informazioni necessarie per valutare correttamente la società target sono elevati, la società acquirente preferisce pagare i soci della target mediante l'utilizzo della cassa e non attraverso l'impiego delle partecipazioni, al fine di segnalare un alto valore della società target e scoraggiare eventuali offerte competitive da parte di altri investitori eventualmente interessati.¹⁴¹

I risultati di Amihud, Lev e Travlos (1990), riguardanti la correlazione tra potere di controllo dei manager e metodi di pagamento sono stati anche interpretati dagli autori alla luce dell'asimmetria informativa che si verifica tra i soggetti che operano all'interno della società acquirente e soggetti interni alla società target. Se i soci della società acquirente detengono un'elevata quantità di azioni o quote della loro società perché credono che queste siano sottostimate rispetto al loro reale valore, allora essi non saranno disposti ad emettere nuove azioni o quote per finanziare le acquisizioni.

La relazione tra l'esistenza di asimmetrie informative e il metodo di pagamento di un'acquisizione alla luce della variabile di controllo societario da parte dei manager viene individuata dagli autori dall'analisi del prezzo delle azioni dell'acquirente successivamente all'annuncio dell'operazione di acquisizione. Il risultato ottenuto è che i prezzi delle azioni dopo l'annuncio diminuiscono per la società acquirente quando questa presenta un basso livello di controllo da parte dei manager e l'operazione viene finanziata attraverso lo scambio di partecipazioni. Data l'elevata possibilità che i manager possano perdere il controllo della loro società nel caso in cui vengano utilizzate le partecipazioni per finanziare l'acquisizione, fa sì che l'utilizzo di questo metodo di pagamento, viene interpretato positivamente da parte degli investitori esterni alla società acquirente, i quali credono che l'acquisizione non distruggerà valore.

¹³⁹ Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, Pag. 187-221.

¹⁴⁰ Robert G. Hansen, "A Theory for the choice of exchange Medium in Mergers and Acquisitions", *The Journal of Business*, Vol. 60 N., 1987, Pag. 75-95.

¹⁴¹ Michael J. Fishman, "Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.44 N.1, 1989, Pag. 41-57.

Quanto individuato da Amihud, Lev e Travlos contrasta con la teoria generale la quale ha evidenziato che il finanziamento di un'acquisizione mediante partecipazioni solitamente viene associata ad una diminuzione del prezzo delle azioni della società acquirente dopo l'annuncio dell'operazione di M&A.¹⁴²

Altre correlazioni

Faccio e Masulis (2005) hanno riscontrato che nelle acquisizioni avvenute per cassa le società acquirenti presentano un'alta percentuale di garanzie (es. asset liquidabili facilmente) a differenza del caso in cui il metodo di pagamento utilizzato è lo scambio di partecipazioni o mix cassa-partecipazioni. Gli acquirenti con elevati vincoli finanziari nella maggior parte dei casi preferiscono finanziare le operazioni di M&A attraverso lo scambio di partecipazioni. È stata riscontrata una maggior propensione delle società acquirenti a finanziare le acquisizioni solamente con cassa, quando queste possiedono molti asset facilmente liquidabili (garanzie) e non presentano un alto rapporto di indebitamento rispetto al settore in cui operano.

Gli autori mostrano che i soci delle società target sono più propensi a ricevere come pagamento le partecipazioni invece che cassa, nel caso in cui il paese dove questi soggetti hanno la residenza conceda benefici fiscali se l'operazione avviene mediante scambio di partecipazioni.¹⁴³

Martynova e Renneboog attraverso il loro studio svoltosi nel 2009 giungono alla conclusione che le società acquirenti che dispongono di un'ampia cassa generata internamente (ossia mediante lo svolgimento dell'attività operativa), finanziano l'operazione di M&A interamente con questa, mentre le società acquirenti con un basso livello di risorse generate internamente utilizza risorse esterne per finanziare l'operazione. Lo studio ha infatti evidenziato che il rapporto cash flow/transaction value è pari a 0.21 se l'operazione viene finanziata con debito, 0.32 se vengono emesse nuove azioni o quote (equity) e 2.70 quando il deal viene interamente finanziato con i fondi generati internamente.

Gli autori evidenziano che spesso le operazioni di M&A vengono finanziate attraverso l'utilizzo del debito quando le società acquirenti hanno un'elevata capacità di indebitamento. Infatti il financial leverage ratio è pari a 0.40 per gli acquirenti che finanziano l'acquisizione mediante equity e di 0.32 quando viene utilizzato il debito per chiudere l'operazione.

¹⁴² Yakov Amihud, Baruch Lev, Nikolas G. Travlos, "Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.45, N.2, 1990, Pag. 603-616.

¹⁴³ Mara Faccio, Ronald W. Masulis, "The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition", *The Journal of Finance*, Vol.60, N.3, June 2005, pp. 1345-1388.

Pertanto l'utilizzo del debito è più comune quando la leva finanziaria è bassa, ma, come già in precedenza detto, viene preferito il finanziamento mediante equity quando il prezzo delle azioni ha registrato una crescita elevata nel periodo precedente all'acquisto.

Secondo Martynova e Renneboog la scelta di come finanziare l'acquisizione dipende anche dall'intensità delle disposizioni di legge a tutela dei soci e dei creditori ed in materia di trasparenza, emanate dal paese in cui la società ha la sede legale. Più queste sono forti più è probabile che vengano utilizzate risorse esterne (debito e emissione di azioni/quote).

Nel caso in cui il finanziamento avviene per fonti esterne si ha che:

- L'indebitamento viene utilizzato quando la società è già consolidata nel mercato e presenta un basso profilo di rischio.
- L'equity è preferito quando la società acquirente è relativamente "giovane" e presenta un profilo di rischio più marcato, che comporterebbe oneri elevati nel caso in cui venisse acceso un finanziamento.¹⁴⁴

2.1.2 Struttura finanziaria, metodi di pagamento e riduzione del debito in operazioni svolte da investitori strategici

In questa sezione si andrà ad indagare se la struttura finanziaria aziendale possa rappresentare una variabile in grado di spiegare il metodo di pagamento utilizzato dalle società acquirenti e se la scelta fra utilizzo della liquidità e l'utilizzo di azioni può essere interpretata attraverso la trade-off theory, grazie alla quale è anche possibile capire se le società che presentano un indebitamento maggiore rispetto al livello ottimo cercheranno o meno di ridurlo dopo l'acquisizione.

La Trade-Off Theory rappresenta l'evoluzione della teoria di Modigliani e Miller, la quale inizialmente affermava che (in un mondo senza tasse, in cui si è in presenza di mercati perfetti ed in assenza dell'arbitraggio) a parità di reddito operativo e di capitale investito, il valore di un'impresa indebitata deve essere uguale a quello di un'impresa priva di debito. Infatti secondo gli autori, il valore dell'impresa viene a dipendere dagli investimenti effettuati e non dalle caratteristiche della struttura finanziaria.

Successivamente Modigliani e Miller sviluppano un modello più evoluto, in cui viene eliminata l'assunzione dell'assenza di imposizione fiscale, prevedendo quindi la tassazione del reddito d'impresa e la possibilità di detrarre gli interessi passivi dal reddito imponibile. Gli autori in

¹⁴⁴ Marina Martynova, Luc Renneboog, "What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?", *Journal of Corporate Finance*, 2009, pp.290-315.

questo modo dimostrano l'esistenza di una relazione positiva tra il valore dell'impresa e l'indebitamento, rendendo per le imprese conveniente contrarre nuovo indebitamento grazie alla presenza dello scudo fiscale.¹⁴⁵

Successivamente Kraus e Litzenberger (1973) considerano anche il rischio di fallimento (causato da un eccessivo indebitamento che potrebbe comportare l'impossibilità della società che l'ha contratto, di rimborsare le quote capitale e i rispettivi interessi) e i costi da esso derivanti e dimostrano che il valore di mercato non è una funzione lineare del suo livello di indebitamento ma deve tener conto anche dei così detti financial distress costs i quali si possono ottenere moltiplicando la probabilità che si verifichi il fallimento per i relativi costi che questo potrebbe comportare.¹⁴⁶

La prima formulazione della trade-off theory prevede l'esistenza di un rapporto d'indebitamento ottimale, in corrispondenza del quale i benefici fiscali derivanti dall'indebitamento uguagliano i costi attesi del fallimento.

Nel corso degli anni grazie alla teoria dell'agenzia sono stati evidenziati ulteriori vantaggi e inconvenienti legati al debito che bisogna tener conto per individuare l'ottimo.¹⁴⁷ Questo però è un argomento che non sarà ulteriormente approfondito in quanto non necessario in questa sede.

La versione statica della trade-off theory implica che una certa impresa provvederà a riequilibrare istantaneamente la sua struttura finanziaria ogniqualvolta in cui il rapporto di indebitamento non si trovi al suo livello ottimale. Secondo Stewart C. Myers (1984) le imprese potrebbero essere indotte a mantenere un livello di indebitamento diverso a quello ottimale, in quanto per raggiungerlo potrebbe essere necessario sostenere dei costi di transazione (adjustment costs).¹⁴⁸

Secondo Fischer, Heinkel e Zechner (1989) le imprese tendono a ribilanciare la propria struttura finanziaria soltanto quando i benefici derivanti dall'adeguamento siano superiori rispetto agli adjustment costs che deve sostenere per poter raggiungere il livello di indebitamento ottimo.¹⁴⁹

L'analisi dinamica della trade off theory considera che una struttura finanziaria sub-ottimale può essere spiegata dai costi di adeguamento che non consentono all'impresa di ribilanciare in modo immediato la propria struttura finanziaria.

¹⁴⁵ Per maggiori approfondimenti rinvio a libro: Maurizio Fanni, "Manuale di finanza d'impresa", Edizione Giuffrè, Milano, 2000.

¹⁴⁶ Alan Kraus, Robert H. Litzenberger, "A State Performance Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance*, Vol.28, N.4, 1973, Pag. 911-922.

¹⁴⁷ Stewart C. Myers, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol.39, N.3, 1984, Pag. 577.

¹⁴⁸ Stewart C. Myers, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol.39, N.3, 1984, Pag. 577-578.

¹⁴⁹ Edwin O. Fischer, Robert Heinkel, Josef Zechner, "Dynamic Capital Structure Choice Theory and Tests". *The Journal of Finance*, Vol.44, N.1, 1989, Pag. 19-40.

Shyam-Sunder e Meyers (1999) analizzando un campione di 157 dal 1971 al 1989 sviluppano un modello in cui la variazione del debito di lungo termine nel periodo t dipende dalla differenza tra l'indebitamento target al tempo t e l'indebitamento al tempo $t-1$ moltiplicato per il coefficiente di adeguamento dell'ottimo. Le ipotesi sottostanti al modello sono che le imprese tendono a muoversi verso l'ottimo e che il processo di aggiustamento sia in corso. Al termine della loro analisi gli autori evidenziano che l'ipotesi di ottimo non si può rigettare, ma le variazioni del livello di indebitamento potrebbero essere causate dalla correlazione positiva del fabbisogno finanziario per investimenti fra le imprese del campione e dalla successione di periodi di deficit e surplus finanziari, più che dall'adeguamento del debito verso il suo livello ottimale, ottenendo così un falso positivo.¹⁵⁰

Leary e Roberts (2005) rilevano che periodi di mancato ribilanciamento della struttura finanziaria possono essere coerenti ad una strategia di riadeguamento se si tiene in considerazione un intervallo di oscillazione (target range), anziché un livello preciso e tenendo conto dell'esistenza di diversi adjustment cost. Secondo gli autori questi costi possono essere, fissi, variabili, misti, di elevata entità e poco frequenti, di ridotta entità e molto frequenti oppure di entità e frequenza intermedi. Le differenti strutture di costo permettono di spiegare perché le strategie di riadeguamento della struttura finanziaria variano nel tempo e tra imprese simili. I risultati ottenuti dallo studio evidenziano che le imprese presentano una maggiore probabilità di diminuire (aumentare) il loro livello di indebitamento se quest'ultimo è alto (basso) o se negli anni recenti le imprese lo hanno accumulato (diminuito) a causa di decisioni finanziarie passate. Le imprese sembrano più attente a ribilanciare la struttura finanziaria quando il livello di indebitamento è elevato rispetto al caso in cui è basso.¹⁵¹

Drobetz e Wanzenried (2006) dopo aver analizzato un campione di 90 società svizzere nel periodo che va dal 1991 al 2001 sostengono che la velocità con cui il raggiungimento dell'ottimo si realizza è particolarmente elevata per le imprese che presentano elevate opportunità d'investimento, per quelle che hanno un indebitamento corrente molto distante da quello ottimale e quando il ciclo economico è in fase di espansione.¹⁵²

¹⁵⁰ Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Meyers, "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure" *Journal of Financial Economics*, 1999, Pag. 219-244.

¹⁵¹ Mark T. Leary, Michael R. Roberts, "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?", *Journal of Finance*, 2005, Pag. 2575-2619.

¹⁵² Drobetz Wolfgang, Wanzenried Gabrielle, "What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?", *Econstor*, 2006.

Faulkender, Flannery, Hankins e Smith (2011) evidenziano che le imprese con significativi flussi di cassa riescono a riadeguare il debito a livello target in modo molto più aggressivo rispetto ad imprese con un livello di flussi di cassa minore.¹⁵³

Vermaelen e Xu (2011) attraverso un campione di 2978 acquisizioni e fusioni avvenute tra il 1980 ed il 2005 tra acquirenti e target nord americani, vogliono indagare se nella scelta delle modalità di finanziamento, gli acquirenti mostrano maggiore attenzione a non discostarsi dal livello di indebitamento ottimale, oppure a sfruttare le anomalie di prezzo dei propri titoli, emettendo nuove azioni in caso di una loro sopravvalutazione ed effettuando un riacquisto di azioni in caso di un valore di mercato inferiore a quello intrinseco. Gli autori rivelano che nell'80% delle operazioni gli acquirenti effettuano scelte di finanziamento che consentono di avvicinare il livello di indebitamento corrente a quello target. Viene anche scoperto che coloro che secondo la trade off theory avrebbero dovuto pagare per cassa e invece hanno utilizzato le azioni per sfruttare la sopravvalutazione dei titoli non riescono a concludere l'operazione in più della metà dei casi. Gli autori affermano che la scelta di utilizzare lo scambio di azioni nelle M&A al fine di sfruttare il run-up dei propri titoli, è possibile soltanto quando è coerente con una strategia di adeguamento dell'ottimo.¹⁵⁴

Leary e Roberts (2005) mettono in luce che le aziende adottano strategie finanziarie che tendono nel tempo ad avvicinare il livello di indebitamento a quello target. Gli autori evidenziano che il processo di adeguamento dell'ottimo appare più marcato per le imprese sovraindebitate.¹⁵⁵

Harford, Klasa e Walcott (2009), studiando un campione di 1.188 acquisizioni avvenute tra il 1981 ed il 2000 rivelano che le imprese il cui indebitamento supera il livello obiettivo, tendono ad utilizzare lo scambio di azioni perché generalmente hanno insufficienti riserve interne di liquidità ed evitano di contrarre nuovo debito che comporterebbe un ulteriore allontanamento dell'ottimo. Gli autori sostengono che il comportamento degli acquirenti è in linea con la trade off theory in quanto hanno evidenziato che se successivamente ad un'acquisizione pagata per cassa ottenuta mediante l'accensione di un debito finanziario, spingendo così l'indebitamento sopra il livello obiettivo, le imprese acquirenti tenderanno e riportarlo al valore target. Viene infatti dimostrato che più del 75% del debito contratto per finanziare l'acquisizione viene ridotto nei cinque anni successivi all'operazione. Gli autori mostrano che più elevato è il rischio di fallimento più elevata sarà la porzione di debito ridotto post-deal.¹⁵⁶

¹⁵³ Michael Faulkender, Mark J. Flannery, Kristine Watson Hankins, Jason M. Smith, "Cash Flow and Leverage Adjustments", *Journal of Financial Economics*, 2011, Pag. 632-646.

¹⁵⁴ Theo Vermaelen, Moqi Xu, "How do firms make capital structure decisions?", INSEAD, 2011.

¹⁵⁵ Mark T. Leary, Michael R. Roberts, "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?", *Journal of Finance*, 2005, Pag. 2575-2619.

¹⁵⁶ Jarrad Harford, Sandy Klasa, Nathan Walcott, "Do firms have leverage targets? Evidence from acquisition", *Journal of Financial Economics*, 2009, Pag. 1-14.

2.2 Tipo di debito utilizzato dai fondi di private equity e riduzione del livello di debito post LBO

Kaplan e Stein (1993) analizzando un campione di 124 buyout realizzati tra il 1980 ed il 1989 dimostrano che in media il rapporto debito totale post buyout (dato dalla somma tra il debito già presente nel periodo precedente al buyout e il debito utilizzato per finanziarlo) su capitale aumenta lungo il periodo analizzato, passando dall'86.5%, individuato tra il 1983 ed il 1985, al 90.3% tra il 1986 ed il 1989. Questo risultato conferma che l'utilizzo del debito per finanziare un buyout è incrementato negli anni. L'ammontare di debito utilizzato per finanziare l'operazione, dipende anche dalle future previsioni di crescita e dai cash flow che la società acquisita riuscirà a generare, necessari per fronteggiare il rimborso della quota capitale ed il pagamento dei relativi interessi. Con riferimento a quest'ultimo punto Kaplan e Stein analizzano l'indice Net Cash Flow/interessi passivi attesi e l'indice EBITDA/interessi passivi attesi. In entrambi gli indici i dati analizzati si riferiscono all'anno successivo al momento in cui si realizza il buyout. Dai risultati ottenuti da quest'analisi gli autori hanno constatato che entrambi gli indicatori decrescono durante il periodo che va dal 1980 al 1989. Viene anche analizzato il rapporto Quota Capitale da Rimborsare/EBITDA dei due anni successivi al buyout e si nota che il rapporto incrementa rapidamente l'ungo il periodo oggetto d'analisi.

I risultati appena indicati sono ovviamente accompagnati anche da un incremento del rischio di stress finanziario per la società acquisita. Kaplan e Stain calcolano tale rischio utilizzando la deviazione standard del tasso di crescita dei margini operativi (il margine operativo è dato dal rapporto tra EBITDA e ricavi di vendita) individuata utilizzando i dati delle società acquisite nei 6 anni successivi al buyout. I risultati ottenuti portano alla conclusione che i buyout posti in essere alla fine degli anni '80 presentano un tasso di rischio superiore rispetto a quelli avvenuti negli anni precedenti.

Gli effetti appena analizzati trovano le loro radici nel fatto che nel medesimo arco temporale è stato riscontrato un maggior ammontare di debito utilizzato per finanziare il buyout che ovviamente comporta un aumento anche dei tassi d'interesse e delle quote capitali da rimborsare, influenzando così la capacità delle società acquisite a rimborsare il debito e a pagare gli interessi post-deal.

Con riferimento al debito senior richiesto dai fondi di PE per finanziare il buyout Kaplan e Stain hanno verificato che il rapporto Debito Bancario/Debito Totale diminuisce tra il 1980 ed il 1989 a seguito del fatto che lungo questo periodo, il debito junior è stato sempre più utilizzato per finanziare questo tipo di operazioni in quanto disponibile in tempi brevi. L'elevato costo che

può avere il debito subordinato fa sì che il rischio di stress finanziario aumenti, pertanto le banche sono meno propense a concedere debito per finanziare un'operazione troppo rischiosa. Gli autori hanno anche dimostrato che negli ultimi anni del periodo analizzato le banche hanno richiesto un rimborso anticipato del debito soprattutto nei casi in cui dopo il buyout (finanziato principalmente con debito senior) veniva acceso anche un debito junior, in forma di junk bond. Il rimborso anticipato causato da un peggioramento della qualità del buyout ha permesso agli autori di individuare un incremento degli asset venduti al fine di ottenere la liquidità necessaria per fronteggiare il rimborso anticipato del debito.¹⁵⁷

Kaplan (1991) analizza 183 LBO di grandi dimensioni realizzati tra il 1979 ed il 1986. L'autore considera la struttura del capitale post LBO della società acquisita alla fine dell'anno fiscale 1989, misurandola in 3 modi diversi:

- $\text{Book Value Total Debt} / \text{Book Value Total Capital}$, dove il capitale totale è dato dalla somma tra debito totale, azioni o quote privilegiate ed equity.
- $\text{Book Value of Total Debt} / \text{Valore della transazione}$.
- $\text{Interest Expense} / \text{EBITDA}$.

I risultati evidenziano che per le società acquisite che al termine del LBO (disinvestimento) non vengono quotate in borsa mantengono livelli di indebitamento alti. Infatti alla fine del 1989 queste società presentano un $\text{Total Debt} / \text{Total Capital}$ pari a 0.978, l'indebitamento utilizzato per finanziare LBO in media era pari al 91% del valore della transazione e la media dell'indice $\text{Interest Expenditure} / \text{EBITDA}$ pari a 0.719. I risultati evidenziano che in questo caso le società acquisite mantengono un livello di indebitamento pari a quello presente al momento in cui il LBO è stato completato.

Nel caso in cui le società target vengano quotate in borsa dopo il LBO, l'autore ha riscontrato che queste mantengono un indebitamento comunque elevato ma minore rispetto alle società che rimangono private. In particolare il rapporto $\text{Total Debt} / \text{Total Capital}$ in media è pari a 0.663, il $\text{Total Debt} / \text{Valore della Transazione}$ è pari al 58.8% ed il $\text{Interest Expense} / \text{EBITDA}$ pari al 0.276. Indicando così che queste società mantengono un livello di indebitamento minore rispetto al momento in cui il LBO viene completato ma superiore rispetto al livello di indebitamento pre buyout.¹⁵⁸

¹⁵⁷ Steven N. Kaplan, Jeremy C. Stein, "The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, N.2, 1993, Pag. 313-357.

¹⁵⁸ Steven N. Kaplan, "The Stayng Power of Leveraged Buyout", National Bureau of Economic Research, 1991.

Questo studio non contiene solamente LBO intrapresi da fondi di PE, questo giustifica il risultato contrastante con la teoria secondo la quale, nei LBO posti in essere dagli investitori finanziari il debito viene ridotto il più possibile al fine di aumentare il rendimento al momento del disinvestimento. Quanto individuato da Kaplan con riferimento alla società target che successivamente vengono quotate in borsa, anche se parzialmente, confermano la teoria appena menzionata, in quanto si evidenzia una riduzione del debito più sostanziale al fine di ottenere una quotazione iniziale più alta possibile.

Axelson, Jenkinson, Stromberg e Weisbach (2008) analizzano un campione di 153 LBO condotti da fondi di PE. Dai loro risultati evidenziano che i finanziamenti necessari per implementare un LBO possono avvenire in più tranche che in media corrispondono a 3.8. Gli autori scoprono che in media un LBO viene finanziato per il 75% del suo valore mediante debito la cui struttura è così composta:

- 81.3% dei finanziamenti sono erogati dalle banche commerciali così suddivisi: 52% sotto forma di debito senior, il 4.7% mediante debito subordinato ed il 24.6% mediante il così detto contingent debt il quale solitamente non viene utilizzato al momento della conclusione della transazione ma successivamente per finanziare il circolante, le necessità di cassa e/o supportare il piano degli investimenti.
- 13.6% mediante emissione di titoli obbligazionari (alta percentuale di junk bond)
- 5.1% altro, tra cui finanziamento dei soci della società target.

Gli autori notano che negli ultimi anni analizzati c'è stato un aumento dell'utilizzo del debito per finanziare i LBO dovuto ad un maggior ricorso dei fondi di PE ai junk bond. Viene evidenziata anche una riduzione della percentuale di debito senior emesso dalle banche confermando così quanto individuato da Kaplan e Stain (1993).

Axelson, Jenkinson, Stromberg e Weisbach individuano una correlazione positiva e significativa al 10% tra il rapporto EV/Book Value ed il Debito/Ebitda.

Gli autori scoprono che in media dopo il primo anno in cui il LBO viene implementato, solo il 5% del debito utilizzato per finanziare l'operazione viene restituito e dal 5° anno l'ammontare del debito che viene restituito corrisponde a circa il 25%. Tra il primo ed il quinto anno dopo LBO la percentuale restituita si mantiene circa costante al 5%.¹⁵⁹

¹⁵⁹ Ulf Axelson, Tim Jenkinson, Per Stromberg, Michael S. Weisbach, "Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis", University of Oxford, 2008.

Cotter e Peck (2000) analizzano un campione di 763 LBO completati tra il 1984 ed il 1989 ed evidenziano che i LBO posti in essere alla fine degli anni '80 dai fondi di PE sono in media finanziati da un maggior ammontare di debito subordinato e un minor importo di debito senior rispetto all'inizio degli anni '80, infatti i risultati derivanti dal loro studio dimostrano che i fondi di PE tra il 1984 ed il 1989 in media hanno gradualmente ridotto l'utilizzo del debito senior a favore del debito junior, confermando così quanto evidenziato da Kaplan e Stain (1993).

Cotter e Peck (2000) notano che quando la società acquisita dispone di asset facilmente liquidabili, in media c'è una maggiore possibilità che il deal venga finanziato mediante debito senior in quanto questo può essere ripagato anche nel breve termine mediante la cessione di tali asset. Nel caso in cui si preveda che la società target sia in grado di generare in futuro maggiori performance, che determineranno maggiori cash flow, in media è più probabile che il LBO venga finanziato attraverso debito subordinato che molto spesso prevede pagamenti nel lungo periodo, quando la società è in grado di generare maggiori flussi di cassa.

Unendo il risultato in cui si afferma che i fondi di PE siano meno propensi ad utilizzare debito senior, con quanto detto poc'anzi, è facile dedurre che questi soggetti siano più orientati a partecipare ad operazioni dove vengono previste maggiori performance post-LBO.

Gli autori sostengono che dopo la chiusura di un LBO il cash flow operativo generato dalla società target post-LBO è maggiore rispetto a quello pre-LBO, confermando ulteriormente la maggior propensione dei fondi di PE ad utilizzare il debito subordinato. Come già indicato da Kaplan e Stein anche Cotter e Peck ritengono che la maggior rapidità nell'ottenere il debito subordinato, favorisca il suo utilizzo per finanziare un LBO a discapito del debito senior.

Lo studio in analisi mostra che i LBO posti in essere da fondi di PE presentano post-LBO un'elevata percentuale di asset liquidati. Quest'ultimo risultato contrasta con l'evidenza che i fondi di LBO sono più propensi ad utilizzare il debito subordinato invece che quello senior. La spiegazione di queste ampie dismissioni si possono ricercare nel fatto che gli investitori finanziari utilizzano successivamente gli asset facilmente liquidabili per ridurre il debito al fine di ottenere un maggior rendimento al momento del disinvestimento.

Gli Autori concludono sostengono che i fondi di PE cercano società target che abbiano ampie prospettive di crescita future e possiedono il maggior numero di asset facilmente liquidabili. Quanto appena detto è effettivamente in linea con i criteri di selezione dei target descritti nel primo capitolo.

Cotter e Peck verificano anche la capacità della società target a ripagare il debito successivamente al completamento dell'LBO da parte del fondo di PE. I risultati dimostrano che i campioni analizzati presentano un elevato "debt coverage ratio" ($EBITDA / (Quota\ capitale + Interessi)$) nei 5 anni post-LBO, dimostrando così che le operazioni intraprese dai fondi di PE

sono meno soggette a possibili stress finanziari che potrebbero portare al fallimento della società target e la capacità di rimborsare ampie porzioni di debito al fine di ottenere un maggior rendimento al momento del disinvestimento.¹⁶⁰

2.3 Investimenti post-deal

2.3.1 Teoria generale

Bah e Dumontier (2001) studiano un campione di 1.859 società di cui 952 R&D intensive e 907 non R&D intensive, situate in Europa, UK, Giappone e US.

Dallo studio emerge che le società R&D intensive diversamente da quelle non R&D intensive si caratterizzano per il basso livello di indebitamento e di debito a lungo termine, per tutti i paesi analizzati. Questo implica che le società che presentano un alto livello di R&S, per finanziare quest'attività preferiscono utilizzare l'equity invece che il debito. Secondo gli autori questo risultato è dovuto alla presenza di potenziali conflitti con gli eventuali finanziatori, dovuti alla difficoltà di monitorare l'attività di R&S da parte di quest'ultimi. I risultati empirici evidenziano che le società R&D intensive in Europa, UK ed US finanziano una minima parte dei loro investimenti con debito a breve a differenza delle società non intensive R&D. L'utilizzo del debito a breve invece che di lungo viene giustificato da Bah e Dumontier dalla volontà delle società intensive R&D di ridurre il così detto under investment risk, ossia il conflitto che si crea tra i soci e chi emette il debito che porta le società che si indebitano a non considerare certe opportunità di investimento con un VAN positivo, perché chi emette il debito vuole "catturare" i più alti benefici possibili dal progetto lasciando un basso rendimento ai soci.

Per le società intensive R&D localizzate in Giappone viene invece riscontrato che utilizzano debito a lungo termine in vece che a breve, questo perché dato il tipo di cultura societaria Giapponese il problema dell'under investment risk non si pone.

Lo studio porta anche in luce che le società ad alta intensità di R&S a differenza di quelle a bassa R&S finanziano questa attraverso le disponibilità interne. Questo viene dimostrato grazie all'evidenza che in Europa, UK, US le società intensive R&D si caratterizzano per il loro basso livello di dividendi distribuiti. L'utilizzo delle risorse interne invece che quelle ottenute mediante l'emissione di quote o azioni deriva dalla riluttanza delle società intensive R&D a rivelare le importanti informazioni riguardanti gli investimenti che voglio intraprendere ai

¹⁶⁰ James F. Cotter, Sarah W. Peck, "The Structure of Debt and Active Equity Investor: The Case of the Buyout Specialist", *Journal of Financial Economics*, Vol.59, 2001, Pag. 101-147.

potenziali investitori e che potrebbero essere utilizzate dai concorrenti. Il caso Giapponese è in diverso in quanto il livello di dividendi distribuiti dalle società intensive R&D è pari a quelle non intensive. Questo è giustificato dal fatto che le prime presentano un alto livello di cassa come le seconde. Inoltre le società Giapponesi grazie al loro stretto rapporto con i loro investitori sono meno riluttanti a rivelare a questi soggetti le informazioni strategiche e pertanto ottenere da loro i finanziamenti necessari ad implementare la R&S.¹⁶¹

Chiao (2002) studia la relazione tra debito e R&S, Debito ed investimenti fisici, attraverso due campioni di società: società che operano in settori scientifici e società che non operano in settori scientifici.

I risultati rivelano una reciproca correlazione negativa tra debito corrente e R&S per le società operanti nei settori scientifici. In altre parole il livello di debito è influenzato ed influenza negativamente il livello di R&S. Mentre viene rilevata una reciproca correlazione positiva tra debito e R&S per le società che non operano in settori scientifici.

Gli autori spiegano che la relazione negativa è dovuta al fatto che l'attività di R&S è un'attività rischiosa in quanto non sempre conduce ai risultati finali sperati. Però per le società che operano in settori scientifici e che quindi si caratterizzano per la loro elevata attività di R&S, il costo del debito è molto più alto rispetto a quello delle società che operano in settori non scientifici. Per questo motivo le società che devono sostenere un'elevata attività di R&S tendono ad utilizzare il debito il meno possibile per abbassarne il costo ed utilizzare eventuali finanziamenti nel caso in cui vi sia la necessità, ad esempio, di effettuare investimenti fisici evitando così di sostenere un costo del debito troppo eccessivo. Per le società con bassi livelli di R&S il costo del debito è più basso quindi esse sono maggiormente indebitate e sono più propense ad utilizzare il debito per finanziare la R&S.

Chiao (2002) mostra una reciproca correlazione tra debito ed investimenti fisici sia per le società che operano in settori scientifici sia per quelli che non operano in tali settori. Questo risultato viene giustificato dal fatto che gli investimenti fisici sono meno rischiosi rispetto alla R&S, in quanto in caso di finanziamento, questi possono essere utilizzati come collaterali. Essendo meno rischiosi il costo del debito risulta essere più basso e quindi le società sono più propense a mantenere un livello di indebitamento più alto e a finanziare i loro investimenti fisici attraverso il capitale di debito.¹⁶²

¹⁶¹ Rahim Bah, Pascal Dumontier, "R&D Intensity and Corporate Financial Policy: Some International Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, 2001.

¹⁶² Chaoshin Chiao, "Relationship between debt, R&D and physical investment, evidence from US firm-level data", *Applied Financial Economics*, 2002, Pag. 105-121.

Singh e Faircloth (2005) analizzano i dati di un campione di 392 società statunitensi per il periodo 1996-1999.

I risultati dello studio rilevano che c'è una correlazione negativa e significativa tra il livello di indebitamento di una società ed il livello futuro di R&S da questa implementato. La spiegazione di questo risultato, secondo gli autori, si deve ricercare nel fatto che l'indebitamento, soprattutto se alto, può rappresentare un vincolo finanziario per i manager, i quali preferiranno focalizzarsi sull'incrementare i cash flow a discapito della formazione del capitale nel lungo periodo. Altra spiegazione deriva dalla possibilità che un determinato livello di indebitamento scoraggi i finanziatori ad erogare ulteriori finanziamenti alle società R&D intensive, a causa dei loro alti livelli di R&S che vengono percepiti come attività ad alto rischio.

La ricerca rivela anche la presenza di una correlazione negativa tra dimensione della società e l'attività di R&S. Secondo Singh e Faircloth (2005) tale relazione deriva dal fatto che le società una volta raggiunta la fase di maturità si focalizzano di più nel raggiungere alti livelli di flussi di cassa operativi, piuttosto che cercare di investire nell'innovazione al fine di generare nuove opportunità di crescita. A differenza delle società di grandi dimensioni, quelle di piccole dimensioni, secondo gli autori, presentano elevate opportunità di crescita e per realizzarle devono impiegare maggiori sforzi nella R&S.

Il modello creato da Singh e Faircloth (2005) pone in luce anche una correlazione negativa tra crescita delle vendite e il livello di R&S ed un'altra relazione negativa tra distribuzione di dividendi e R&S. Il primo caso indicato viene giustificato dalla possibilità che i manager siano più interessati a massimizzare i flussi di cassa invece di impiegare le disponibilità liquide per aumentare il livello di innovazione. La relazione negativa tra dividendi e R&S, sempre secondo gli autori, trova le proprie fondamenta nel fatto che una parte della liquidità generata internamente viene distribuita ai soci, invece di essere impiegata nell'attività di R&S.¹⁶³

2.3.2 PE ed investimenti post-LBO

Long e Ravenscraft (1993) studiano l'impatto che il debito ha sui livelli di R&S posti in essere dalle società soggette a LBO e le conseguenze sulle performance future a seguito della diminuzione dell'attività di R&D. Al fine di svolgere lo studio appena menzionato gli autori comparano un campione di 72 LBO che presentano un livello medio di R&S con 3.329 non-

¹⁶³ Manohar Singh, Sheri Faircloth, "The Impact of Corporate Debt On Long Term Investment and Firm Performance", *Applied Economics*, 2005, Pag. 875-883.

LBO (queste osservazioni fungono da variabile di controllo). Nello studio viene anche considerato un campione di 126 LBO che presentano un basso livello o nessun livello di R&S. Dai risultati Long e Ravenscraft evincono che l'elevato debito caratterizzante un'operazione di LBO implica un'ampia riduzione degli investimenti nell'attività di ricerca e sviluppo, infatti è stato riscontrato che il livello di R&S post-LBO in media diminuisce del 40% rispetto al livello pre-LBO. Dalle evidenze statisticamente significative, emerge che le società scelte per svolgere un LBO si caratterizzano per il loro basso livello di investimenti in R&S. Dal campione analizzato è stato riscontrato che il livello pre-LBO delle società target risulta essere minore della metà paragonato al livello medio delle società manifatturiere utilizzate come variabile di controllo. Long e Ravenscraft giungono alla conclusione che le società target tipiche per un LBO sono le così dette "low-tech firms" che non necessitano di un'elevata attività di R&S per svolgere le loro attività.¹⁶⁴

Quanto appena detto coincide con quanto spiegato nel primo capitolo, ossia che i fondi di PE scelgono come target quelle società che non necessitano di elevati investimenti e quindi uscite di cassa che possono essere utilizzate per ripagare il debito contratto al fine di intraprendere il LBO.

Long e Ravenscraft studiano anche gli effetti sulle performance delle società target post-LBO a seguito di una riduzione dei livelli di attività di R&S. Le performance analizzate si riferiscono a quelle realizzate nel primo anno post-LBO e tra il terzo e quinto anno successivi all'operazione. I risultati ottenuti evidenziano che la riduzione dei livelli di R&S non intacca l'abilità delle società oggetto di LBO a generare futuri guadagni. In concomitanza con quanto appena detto gli autori individuano che il risultato operativo post-LBO è maggiore per quelle società pre-LBO, seppur in minima parte, effettuano investimenti in R&S rispetto ai target che non ne svolgono affatto.

Leren, Sorensen, Stromberg (2011) volendo verificare se i fondi di PE una volta realizzato il LBO sacrificano la crescita nel lungo termine per migliorare le performance nel breve termine, analizzano un campione di 472 LBO col fine di verificare se post-LBO vengono effettuati investimenti in innovazione, misurati attraverso l'attività di "brevettazione".

Anticipo che gli autori non trovano alcuna evidenza che i fondi di PE a seguito del LBO sacrificino gli investimenti di lungo periodo della società target.

Nello studio in analisi viene misurata l'attività di sviluppo brevetti (espressa come numero di citazioni del brevetto sviluppato dalla società target, nei brevetti registrati da altre società) nei tre anni pre-LBO e nei cinque anni post-LBO.

¹⁶⁴ William F. Long, David J. Ravenscraft, "LBOs, Debt and R&D Intensity", *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993, Pag. 119-135.

Leren, Sorensen, Stromberg rilevano che i brevetti registrati negli anni precedenti, ovvero nei tre anni pre-LBO sono citati in media 1.99 volte dopo la loro registrazione, mentre per i brevetti registrati successivamente all'operazione, ossia nei 5 anni post-LBO, sono citati in media 2.49 volte sempre dopo la loro registrazione.

Tale maggior innovazione da parte dei fondi di PE post-LBO, rispetto ai livelli individuati pre-LBO sono confermati anche nel caso in cui il numero di citazioni siano calcolate per ogni singolo anno post-LBO (vedi Fig. numero 6) invece di calcolarne la media all'interno di un arco temporale di 5 anni.

Gli autori grazie ai risultati appena esplicitati, hanno notato che i fondi di PE hanno acquisito attraverso il LBO società operanti in settori High Tech, ma questo contrasta con quanto individuato da Long e Ravenscraft (1993), secondo i quali i fondi di LBO preferiscono investire in società target che non necessitano di elevati investimenti. Tale contraddizione è interessante in quanto permette di capire come nell'arco di quasi un ventennio i fondi di PE abbiano cambiato i loro criteri di selezione.¹⁶⁵

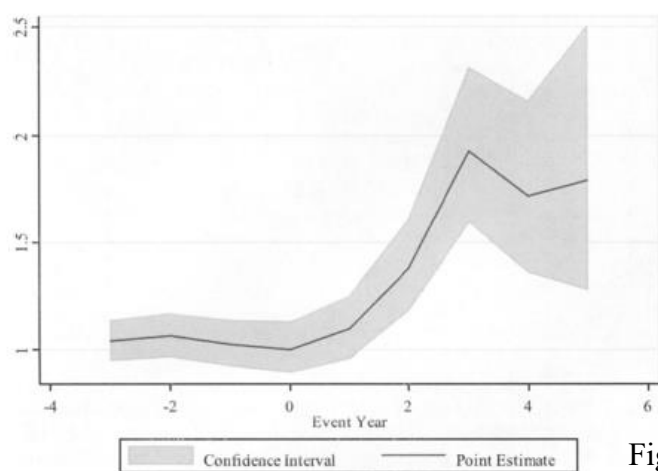


Fig.6

Popov e Roosenboom (2009) al fine di individuare una correlazione tra valore dell'investimento (valore della società target) sostenuto da parte dei fondi di PE e gli investimenti (espressi attraverso numero di richieste di registrazione di brevetti e numero di brevetti registrati) post-LBO intrapresi dalla società acquisita, studiano un campione di LBO verificatosi in 18 paesi diversi tra il 1991 ed il 2004.

¹⁶⁵ Josh Lerner, Morten Sorensen, Per Stroberg, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", The Journal of Finance, Vol.66, N.2, 2011, Pag. 445-477.

Gli autori sviluppano una regressione in cui la variabile dipendente è il logaritmo del numero dei brevetti in attesa di verifica (patent application) o dei brevetti registrati (patent grants) avvenuti in un determinato paese ed in un determinato arco temporale (1991-1995, 1996-2000, 2001-2004), mentre le variabili indipendenti sono il logaritmo dell'ammontare investito dai fondi di PE per acquisire l'impresa target ed il logaritmo del livello totale di investimenti in R&S da parte del governo e degli operatori industriali, svolti nello stesso arco temporale e nazione.

I risultati ottenuti dimostrano che l'ammontare investito da parte dei fondi di PE, ed il livello totale di investimenti in R&S da parte del governo e degli operatori industriali influenzano positivamente sia il numero di brevetti in attesa di verifica, che i brevetti registrati. Infatti è stata individuato che al raddoppiare del valore dell'investimento effettuato si ha una crescita media del 3% dei primi ed una crescita media del 5% dei secondi post-LBO. Si può pertanto giungere alla conclusione che i fondi di PE quando investono in una società che opera in un settore in cui viene svolta un'ampia attività di R&S, post-LBO implementano ulteriormente l'attività d'innovazione.

Ughetto (2009) studia un campione di LBO intercorsi tra il 1998 ed il 2004, al fine di individuare la correlazione tra caratteristiche del deal e dei fondi di PE (di queste correlazioni ne saranno analizzate solo alcune per le altre rinvio allo studi) e livello d'innovazione della società target post-LBO (misurata con il numero di brevetti registrati).

L'autrice dopo aver suddiviso le osservazioni in due gruppi, ovvero LBO che riguardano società che operano in settore high tech e società appartenenti a settore a basso contenuto tecnologico, misura il numero di brevetti registrati da queste società sia nel periodo pre-LBO che post-LBO. I risultati evidenziano che i brevetti registrati aumentano per entrambi i gruppi nel periodo successivo all'implementazione del LBO. Le società high tech passano da un valore medio di 2.23 a 3.27 brevetti registrati, mentre il secondo gruppo passano da 0.70 a 1.07. Entrambi i valori sono statisticamente significativi. (Vedi Tab. 1)

	Before the buyout	After the buyout	t-test level of significance
All sample	1.06 (0.074)	1.59 (0.125)	***
Buyouts in high-tech sectors	2.23 (0.197)	3.27 (0.377)	***
Buyouts in low-tech sectors	0.70 (0.075)	1.07 (0.114)	***

Tab.1

Ughetto dimostra che l'attività d'innovazione è influenzata dalla tipologia di fondo di PE che partecipano all'operazione. In particolare viene evidenziato che fondi di independent PE deve garantire maggiori rendimenti ai propri investitori rispetto ai captive PE, pertanto i primi cercheranno di incrementare maggiormente le performance delle società acquisite attraverso LBO, rispetto ai secondi. Questo comportamento può disincentivare l'innovazione, al fine di ottenere performance maggiori nel breve periodo, dando così meno enfasi ai risultati di lungo periodo. L'autrice pone in luce che la correlazione tra livello di indebitamento e brevetti registrati non è statisticamente significativa ed il coefficiente associato all'indebitamento presenta un valore molto basso.¹⁶⁶

2.3.3 R&D post-acquisizione

Hitt e Hoskisson (1993), attraverso lo studio di 191 acquisizioni completate tra il 1970 ed il 1986, studiano l'impatto che un'acquisizione può avere sul livello di ricerca e sviluppo e sui brevetti "generati" dalle società target.

Dai risultati ottenuti gli autori verificano che l'attività di acquisizione ha un effetto negativo (statisticamente significativo) sull'intensità della R&S e sul livello di innovazione della società (misurato come: Numero Brevetti/Ricavi). Questo risultato, spiegano gli autori, potrebbe essere giustificato dal fatto che i manager della società acquisitiva utilizzano lo strumento dell'acquisizione per evitare di sostenere le molto più elevate spese necessarie per raggiungere un certo grado di innovazione. Però possono essere acquisite società che possiedono tecnologie e prodotti nuovi per la società acquirente ma non nuove per il mercato, pertanto non essendo tecnologie o prodotti di nuova generazione può esserci un minor interesse a svolgere un determinato livello di R&S e quindi ottenere nuovi brevetti. Nel caso in cui i prodotti e le tecnologie acquisite siano innovative anche per il mercato il fatto che post-acquisizione si rilevi una minore attività di R&S e di nuovi brevetti implica che l'investitore strategico non è in grado di sfruttare l'iniziale vantaggio competitivo.

Hitt e Hoskisson dimostrano che l'attività di R&S ed il livello di innovazione post-acquisizione sono negativamente correlati con un eventuale aumento del Return On Assets (ROA). Gli autori ritengono che questo risultato possa riscontrarsi nel comportamento dei manager i quali in caso di performance più elevate possono essere meno inclini ad assumere maggiori rischi. Il rischio

¹⁶⁶ Elisa Ughetto, "Assessing the contribution to innovation for private equity investors: A study on European Buyout", Elsevier, 2010, Pag. 126-140.

in questione deriva dal fatto che l'attività di R&S non sempre conduce ai risultati inizialmente sperati.

Altri fattori che influenzano negativamente il livello di R&S e di innovazione, secondo gli autori, si possono riscontrare dal grado di diversificazione, ossia se la società target svolge la stessa attività dell'acquirente o una diversa e dal livello di indebitamento.¹⁶⁷

Bertrand (2009) investiga sugli effetti che le acquisizioni intraprese da società estere, inducono sul livello di R&S post-acquisizione svolto dalle società target di nazionalità francese.

Il campione analizzato considera tutte le operazioni di M&A avvenute in Francia tra il 1994 ed il 2004. Vengono confrontati i livelli di R&S dell'anno precedente all'acquisizione con quello dei tre anni post operazione.

Dai risultati prodotti da Bertrand si evince che l'acquisizione di società francesi da parte di un investitore strategico estero aumenta notevolmente l'attività di R&S sia interna che esterna (laboratori esterni, università, ecc.) della società target. L'autore ritiene che il risultato appena descritto può essere giustificato dalla necessità degli investitori strategici esteri, sia di mantenere un determinato livello tecnologico in modo da supportare l'attività svolta dall'unità produttiva locale (società target), sia dalla necessità di soddisfare le esigenze del mercato in cui opera la società target, in modo da adattare i prodotti al contesto di mercato. Bertrand sostiene che la maggior attività di R&S svolta post acquisizione sia dovuta anche al fine di ottenere performance future maggiori da parte della società target, in modo tale che gli investitori strategici possano coprire le spese di integrazione e le società target possano investire ulteriormente in R&S. In sostanza l'attività di ricerca e sviluppo quindi non viene centralizzata nel paese dell'investitore strategico ma bensì nel paese della società target con una crescita del rispettivo livello post-acquisizione.

Lo studio rileva anche come viene finanziata l'attività di R&S svolta dalle società target. Viene evidenziato che post-acquisizione di anno in anno incrementa il valore delle fonti interne alla società acquisita, utilizzate per finanziare l'attività di R&S. Purtroppo l'autore non è stato in grado di reperire la provenienza di queste fonti interne (Es. debito, dalla svolgimento dell'attività operativa, ecc.). Lo studio evidenzia che le fonti di finanziamento necessarie per svolgere l'attività di R&S possano essere fornite anche dalla parent company.

Quanto sopra detto contrasta con quanto detto da Hitt e Hoskisson, ovvero che l'avversione al rischio dei manager ed il loro focus sugli obiettivi finanziari nel breve termine implicano un minor utilizzo delle risorse anche interne per incrementare l'attività di R&S.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Michael A. Hitt, Robert E. Hoskisson, R. Duane Ireland, Jeffrey S. Harrison, "Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs", *The Academy of Management Journal*, Vol.34, N.3, Pag.693-706.

¹⁶⁸ Oliver Bertrand, "Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France". Elsevier, 2009, Pag.1021-1031.

Healy, Palepu e Ruback (1990) studiano un campione di 50 acquisizioni, in cui successivamente si assiste alla fusione tra società acquirente ed acquisita, avvenute tra il 1979 ed il 1983. Gli autori dopo aver constatato che nei cinque anni post-fusione si presenta un elevato miglioramento dei cash flow operativi rispetto ai livelli pre-fusione verificano attraverso il livello di CAPEX e R&S sostenuti negli anni successivi, se si tratta di un miglioramento delle performance solo nel breve periodo a discapito delle performance di lungo o meno.

I risultati ottenuti dallo studio evidenziano che il livello di CAPEX medio passa dal 15% dei cinque anni precedenti all'operazione all'11% nei cinque anni post-fusione. Mentre il livello medio di R&S è passato dal 2.1% dei 5 anni precedenti all'operazione al 2.4% nei cinque anni successivi. Viene rilevato anche che il livello di CAPEX e di R&D non sono significativamente diversi rispetto ai valori medi (pre e post acquisizione) del settore in cui le società operano.

Gli autori sostengono che post-fusione è possibile che vi sia un incremento degli asset venduti. I risultati dimostrano che nel campione analizzato in media gli asset venduti corrispondono al 0.9% del totale degli asset post-fusione. Questa percentuale è maggiore rispetto alla media del settore in cui le società operano che è pari allo 0.4% calcolata sempre nel periodo post-acquisizione. Le percentuali appena analizzate sono però inferiori rispetto a quelle pre-fusione pari all'1.6% per il campione analizzato e al 0.3% per il settore.

Si può quindi concludere che post deal non si verifica una diminuzione degli investimenti in CAPEX ed in R&S e non si assiste nemmeno ad una vendita degli asset maggiore rispetto a quella svolta pre-fusione.¹⁶⁹

Al termine di questa rassegna della letteratura in materia di M&A, tipologia di aziende coinvolte ed effetti post deal, siamo in grado di mettere a fuoco la nostra domanda di ricerca:

1. Riduzione del debito da parte delle società target soggette a LBO e dell'investitore strategico post-deal.
2. Relazione tra debito ed investimenti post-deal.

¹⁶⁹ Paul M. Healy, Krishna G. Palepu, Richard S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", Massachusetts Institute of Technology, 1990.

CAPITOLO 3

3 Descrizione del campione e analisi dei risultati

Prima di rispondere ai questi in precedenza posti, ossia se il livello di indebitamento e di investimenti post-LBO o post-acquisizione diminuiscono o meno e se esiste una correlazione tra debito ed investimenti post deal, è opportuno descrivere il campione utilizzato e le considerazioni di carattere statistico effettuate che hanno indotto ad utilizzare il modello log-log.

3.1 Descrizione del campione analizzato e dei dati utilizzati.

Con riferimento al campione riguardante i Leveraged Buyout Out svolti dai fondi di private equity italiani, inizialmente sono state estratte (fonte dati: S&P Capital IQ) tutte le operazioni eseguite dal 2005 sino al 2011 per un totale di 122 LBO. Le società target considerate, hanno sede legale in Italia ed operano in diversi settori, dalla produzione di beni, alla fornitura di servizi. Sono state escluse le società che forniscono servizi finanziari.

Successivamente sono state selezionate le operazioni di LBO in cui i fondi di PE hanno proceduto al disinvestimento dopo che siano trascorsi almeno 5 anni dal deal e per le quali sono disponibili i dati necessari. Al termine dello screening 46 società target su 122 sono risultate idonee.

Per le acquisizioni svolte dagli investitori strategici il campione si riferisce ad operazioni compiute da società italiane quotate, i cui target erano società di diritto italiano operanti in tutti i settori, anche in questo caso dalla produzione di beni alla fornitura di servizi esclusi quelli di carattere finanziario. Sempre attraverso l'utilizzo del database S&P Capital IQ sono state individuate 159 acquisizioni intercorse dal 2005 al 2011. Di queste acquisizioni non sono state considerate quelle in cui non erano presenti i dati delle società acquirenti in tutti e cinque gli anni post-acquisizione e quelle effettuate da un medesimo investitore strategico negli anni successivi rispetto all'acquisizione già considerata, passando da 159 società a 49.

I dati essenziali rilevati per ciascuna, nei cinque anni post-acquisizione o post-LBO, sono i seguenti:

- Debito Totale: pari alla somma del debito breve (short term borrowing) e del debito di lungo periodo (Total long term debt).
- CAPEX: flusso di cassa generatosi attraverso l'attività d'investimento/disinvestimento.
- Totale attivo (Total Asset).

3.2 Scelta del modello statistico utilizzato per analizzare l'effetto del debito sul CAPEX

Per rispondere alle domande della presente ricerca, è necessario scegliere un modello econometrico adeguato.

In linea con la letteratura di riferimento, i modelli di regressione statistica qui utilizzati, sia con riferimento al gruppo degli investitori finanziari che per quello degli investitori industriali, sono:

- Lineare $Y = \beta_0 + \beta_1 * X + \varepsilon$
- Lineare-Log se $X > 0$ $Y = \beta_0 + \beta_1 * \ln(X) + \varepsilon$
- Log-Lineare se $Y > 0$ $\ln(Y) = \beta_0 + \beta_1 * X + \varepsilon$
- Log-Log se $Y > 0$ e $X > 0$ $\ln(Y) = \beta_0 + \beta_1 * \ln(X) + \varepsilon$

L'utilizzo delle variabili logaritmiche fa sì che la distribuzione delle variabili utilizzate sia più stretta e presenti meno outliers.¹⁷⁰ I logaritmi sono utilizzati principalmente nei casi in cui le variabili siano espresse in valori monetari, quando assumono valori molto grandi oppure quando le variabili presentano valori ampiamente diversi all'interno della popolazione.¹⁷¹

Per ciascun campione e modello utilizzato, al fine di verificare la relazione tra CAPEX ed Debito Totale, sono state effettuate diverse regressioni statistiche, in cui il CAPEX (o Log(CAPEX)) funge da variabile dipendente ed il Debito (o Log(Debito)) è la variabile indipendente, utilizzando due tipologie di dati.

¹⁷⁰ James H. Stock, Mark M. Watson, "Introduzione All'Econometria", Pearson, Milano, 2012, pag.202-203.

¹⁷¹ *Ibidem*

Inizialmente, sono stati utilizzati dati Cross-Sectional, ossia per un dato istante vengono osservate le caratteristiche di più individui.¹⁷² Attraverso l'utilizzo di questi dati sono state sviluppate diverse regressioni statistiche per ogni singolo anno post-LBO o post-Acquisizione. Il secondo set di dati utilizzati è di tipo Time Series: per un dato collettivo di individui sono rilevate le diverse caratteristiche in diversi istanti.¹⁷³ In questo caso, al fine di eseguire la regressione statistica, per ogni anno post-LBO o post-Acquisizione è stata calcolata la media del debito e del CAPEX delle società ricomprese all'interno del campione - metodo utilizzato anche da Singh & Faircloth (2005).¹⁷⁴

Inizialmente si pensava di utilizzare come variabili dipendente ed indipendente, rispettivamente il rapporto CAPEX/Total Asset e Debito Totale/Total Asset, ma utilizzando la matrice di correlazione (Vedi tabelle 1,2,3,4,5 per i LBO e tabelle 6,7,8,9,10 per gli investitori strategici in Allegato 1) si è notato che tra Debito Totale ed il Total Asset vi è la presenza di una correlazione prossima all'uno, in quasi tutti gli anni in analisi, e questo comporta risultati errati che non spiegano alcuna relazione tra le variabili oggetto d'analisi. Per questo motivo si è deciso di non utilizzare il Total Asset come driver.

Per ogni modello realizzato si è svolto il test di eteroschedasticità, in cui l'ipotesi nulla prevede la presenza di omoschedasticità. Nei casi in cui veniva rifiutata l'ipotesi nulla (casi in cui il p-value presenta valori molto bassi) sono stati utilizzati gli errori robusti.

3.2.1 Scelta del modello di regressione per gli investitori finanziari ed investitori strategici

Per scegliere il modello migliore tra quelli sopra indicati si utilizzano il criterio di Schwarz detto anche BIC (Bayesian Information Criterion) e/o il criterio di Akaike detto anche AIC. Questi sono criteri utili che permettono di scegliere tra modelli con forme funzionali diverse e possono essere considerati come generalizzazione dell' R^2 , ma possono assumere qualunque valore. L' R^2 , in sé non permette di confrontare un modello che ha come variabile dipendente la Y con un modello che ha come variabile dipendente $\ln(Y)$, mentre i due criteri sopra menzionati ne permettono il confronto.

Il modello che viene scelto è quello che presenta l'AIC o il BIC più piccolo.

¹⁷² Giulio Palomba, "Panel Data", Univpm, Agosto 2008, pag.1.

¹⁷³ *Ibidem*

¹⁷⁴ Manohar Singh, Sheri Faircloth, "The Impact of Corporate Debt On Long Term Investment and Firm Performance", Applied Economics, 2005, Pag. 878.

Le tabelle 1,2,3,4 presenti in Allegato 2 riportano i risultati delle regressioni statistiche, svolte utilizzando dati Cross-Sectional, volte a verificare l'effetto del debito sul CAPEX nelle società target che sono state oggetto di LBO. Per primo è stato sviluppato il modello lineare, successivamente il modello lineare-log, log-lineare e log-log.

Il modello log-log, presenta un criterio BIC e AIC più bassi per i primi tre anni rispetto agli altri modelli ma nel quarto e quinto anno post-LBO il criterio BIC e AIC è maggiore rispetto al modello log-lineare. Si è scelto di considerare il modello log-log perché i criteri di scelta del modello sono più bassi nei primi tre anni post-LBO i quali presentano valori significativi a differenza degli anni quattro e cinque.

Anche le tabelle 9,10,11,12 in Allegato 2 riportano i risultati della regressione sopra indicata per i vari modelli, solo che in questo caso i dati utilizzati sono Serie Storiche e non più Cross-Sectional. Anche in questo caso il modello con un BIC e/o AIC più basso è il modello log-log. Lo stesso ragionamento si applica anche agli investitori strategici. Sia per i modelli di regressione statistica realizzati attraverso l'ausilio dei dati Cross-Sectional (vedi tabelle 5,6,7,8 in Allegato 2) che mediante l'utilizzo dei dati Serie Storiche (vedi tabelle 13,14,15,16 in Allegato 2) i modelli con il criterio BIC e/o AIC più piccoli sono quelli log-log.

3.3 Analisi e comparazione dei risultati

3.3.1 Diminuzione del debito post deal: fondi di PE vs Investitori Strategici

Dunque, il livello di indebitamento in una società post LBO e in un investitore strategico che ha acquisito una società target, diminuisce o no?

La risposta a questo primo quesito è osservabile nei grafici 1 e 2, i quali rappresentano l'andamento del debito e del CAPEX nei 5 anni post-LBO nel caso dei fondi di PE e post-acquisizione per gli investitori strategici. Il livello del CAPEX è stato inserito in quanto permette di spiegare la diminuzione del debito.

I grafici riportati in questa sede si riferiscono ai valori "assoluti" del debito e del CAPEX, mentre in Allegato 3 sono riportati i grafici dei valori logaritmici del debito e del CAPEX (Grafico 1 per le società soggette a LBO, Grafico 2 per gli investitori strategici).

Andamento Capex e Debito Totale nei 5 anni post LBO

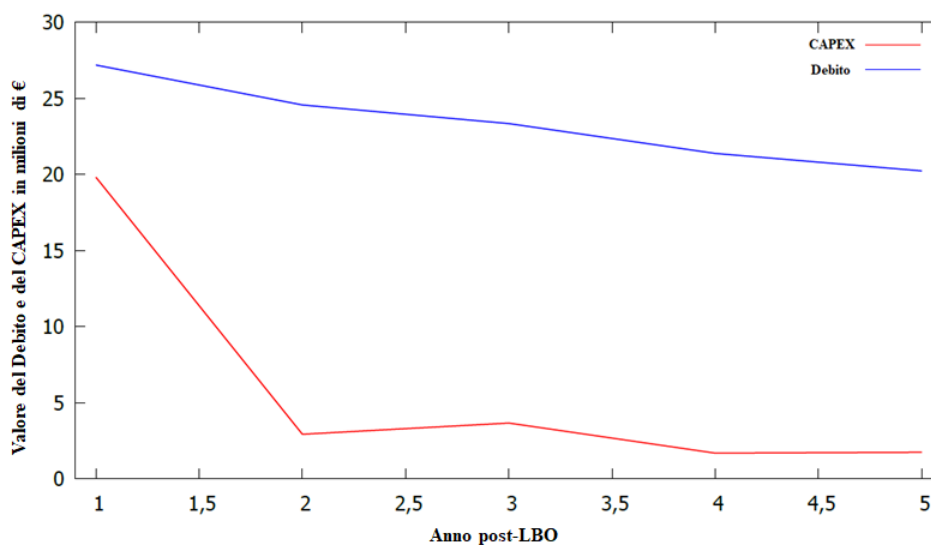


Grafico.1

Grafico andamento Capex e Debito Totale nei 5 anni post Acquisizione

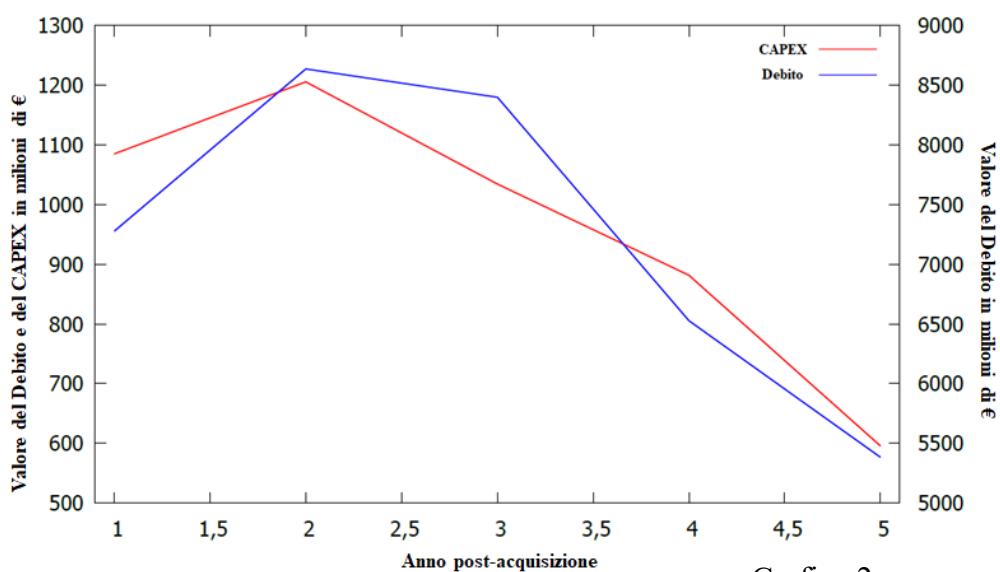


Grafico.2

Dai grafici 1 e 2 si può notare che sia per le società soggette a LBO che per gli investitori strategici il debito presenta un trend in diminuzione nei cinque anni post operazione. Nei LBO il debito diminuisce costantemente lungo i 5 anni post LBO, mentre per gli investitori strategici il debito diminuisce assumendo una tendenza negativa molto incisiva a partire dal terzo anno post-acquisizione.

Dal grafico 1 si può notare che per i LBO il livello di CAPEX tra il primo ed il secondo anno post-LBO diminuisce drasticamente e si mantengono circa costanti ad un livello pari a 2.5 milioni di euro. L'elevata riduzione intercorsa tra il primo ed il secondo anno post-LBO può far presumere che la società target oltre ad aver ridotto il livello degli investimenti, ha provveduto

a vendere i beni facilmente liquidabili che non sono necessari allo svolgimento del core business. La cessione di beni ed il mantenimento ad un livello basso degli investimenti post-LBO corrispondono agli effetti indicati in precedenza nel primo e secondo capitolo (vedi: Elio Talmor e Florin Vasvari (2011), Kaplan e Stain (1993), Cotter e Peck (2000)). Tale comportamento può essere tipicamente giustificato dal fatto che i fondi di PE utilizzano i flussi di cassa (derivanti non solo dalla gestione operativa ma anche dalla cessione di asset facilmente liquidabili) per ripagare il debito, ottenendo così un maggior rendimento nel momento in cui si realizza il disinvestimento.

Come già detto in precedenza, dal grafico 1 si nota che il debito presenta un trend in diminuzione costante e non netto (come nel caso del debito riferibile agli investitori strategici), nonostante l'evidenza che tra il primo e secondo anno c'è stato un elevato taglio degli investimenti. Questa differenza può essere spiegata dal fatto che essendo il campione analizzato formato solo da società italiane è molto probabile, dato il noto problema della sotto capitalizzazione di queste, che gli investimenti venissero finanziati attraverso l'ausilio del debito invece che delle risorse interne generate mediante lo svolgimento dell'attività caratteristica o attraverso altre fonti. Però post-LBO, l'elevato indebitamento sostenuto per effettuare la transazione e l'obiettivo di ottenere un rendimento maggiore al momento del disinvestimento, fanno sì che le società target siano meno propense ad indebitarsi ulteriormente per sostenere un determinato livello di investimenti, provocandone così un'ampia riduzione. La spiegazione della minor riduzione del debito può essere individuata a seguito del fatto che una parte della liquidità ottenuta attraverso la cessione degli asset facilmente liquidabili e una parte dei flussi di cassa generati attraverso l'attività operativa, che non viene più utilizzata per finanziare gli investimenti, viene distribuita ai fondi di PE attraverso la delibera di distribuzione dei dividendi, permettendo a questi soggetti di ottenere un ritorno anticipato rispetto al momento del disinvestimento (questo è un argomento che potrebbe essere maggiormente analizzato in studi successivi).

Analizzando il grafico 2 si nota che per gli investitori strategici il debito diminuisce rapidamente negli anni post-acquisizione, confermando così quanto previsto dalla trade-off theory. Occorre notare che, a differenza del debito delle società soggette a LBO, sia il debito che il CAPEX diminuiscono seguendo uno stesso trend (evento maggiormente visibile nel grafico 2 presente in Allegato 3, che considera i valori logaritmici del debito e del CAPEX). Questo risultato può trarre le proprie radici dal fatto che anche gli investitori strategici finanziano i loro investimenti attraverso l'indebitamento, pertanto nel momento in cui un'acquisizione viene finanziata con debito superando così il livello obiettivo di indebitamento, gli investitori strategici al fine di riportare l'indebitamento al di sotto del livello ideale, riducono post-acquisizione i loro

investimenti, utilizzando (a differenza delle società target soggetto a LBO) i flussi di cassa generati attraverso l'attività operativa per rimborsare il debito contratto per svolgere l'operazione, invece di utilizzarlo per rimborsare gli eventuali finanziamenti accesi per sostenere nuovi investimenti. Anche in questo caso data l'elevata riduzione del CAPEX post-acquisizione si potrebbe presumere che vi sia un disinvestimento dei beni facilmente liquidabili e non più necessari per lo svolgimento dell'attività caratteristica della società target, utilizzando così la liquidità ottenuta per ripianare il debito.

3.3.2 Influenza del debito sugli investimenti: fondi di PE vs Investitori Strategici

Come già in precedenza illustrato al fine di individuare la relazione tra il debito ed il CAPEX sono state svolte opportune regressioni statistiche utilizzando i dati Cross-Sectional e i dati Serie Storiche. Attraverso il criterio BIC ed AIC è stato ritenuto più idoneo utilizzare il modello log-log.

Nella tabella 4 presente in Allegato 2 sono riportati i risultati della regressione che utilizza i dati Cross-Sectional estratti da un campione di società soggette a LBO. Dai risultati emerge che c'è una correlazione positiva tra il debito ed il CAPEX nei cinque anni post-LBO, indicando così che all'aumentare del debito aumenta anche il livello degli investimenti e viceversa. Bisogna però sottolineare che solamente nei tre anni post-LBO il coefficiente del logaritmo del debito è statisticamente significativo all'1%, mentre nel quarto e quinto anno post-LBO il coefficiente non è statisticamente significativo indicando così l'assenza di correlazione tra il debito ed il CAPEX.

La relazione positiva tra il debito ed il CAPEX è ulteriormente confermata dalla regressione statistica svolta utilizzando i dati Serie Storiche i cui risultati sono riportati nella tabella 12 in Allegato 2. Si può subito notare che il coefficiente del logaritmo del debito è positivo e statisticamente significativo al 5% indicando così una relazione positiva tra debito e livello degli investimenti.

Nel caso delle società target che sono state oggetto di LBO i modelli statistici implementati indicano una relazione positiva tra il livello di debito e di CAPEX discostandosi così dai risultati delle ricerche riportate nel secondo capitolo le quali invece, evidenziano una relazione negativa o inesistente tra queste variabili (Long e Ravenscraft (1993), Leren, Sorensen, Stromberg (2011), Ughetto (2009)).

La tabella 8 in Allegato 2 mostra i risultati della regressione statistica ottenuti utilizzando i dati Cross-Sectional riguardanti gli investitori strategici post-acquisizione. Come per le società

soggette a LBO anche per gli investitori strategici è stata individuata una relazione positiva tra il debito ed il CAPEX in tutti cinque gli anni post-acquisizione solo che in questo caso i coefficienti del logaritmo del debito sono statisticamente significativi all'1% (il p-value è molto basso quasi prossimo allo zero) in tutti 5 gli anni e non solamente nei tre anni post-operazione. Lo stesso risultato è confermato dalla regressione che utilizza i dati Serie Storiche (vedi tabella 16 in Allegato 2). Anche in questo caso il coefficiente del logaritmo del debito è positivo però statisticamente significativo al 5%, indicando così una relazione positiva tra il debito ed il CAPEX.

CONCLUSIONI

L'obiettivo di questo lavoro era quello di *verificare se post-LBO e post-acquisizione le società target che sono state oggetto di LBO e gli investitori strategici che hanno svolto un'acquisizione riducono o meno il loro livello di indebitamento*. Ulteriore scopo dello studio è quello di *verificare se il debito influenza o meno il livello degli investimenti post-deal*.

Con riferimento alla *riduzione del debito post-acquisizione* la trade-off theory prevede che, quando l'indebitamento supera un certo livello obiettivo, le società cercano di ridurlo per riportarlo al valore di equilibrio. Secondo Fischer, Heinkel e Zechner (1989) le imprese tendono a ribilanciare la propria struttura finanziaria soltanto quando i benefici derivanti dall'adeguamento siano superiori rispetto agli adjustment costs che deve sostenere per poter raggiungere il livello di indebitamento ottimo.¹⁷⁵ Shyam-Sunder e Meyers (1999) evidenziano che l'ipotesi di ottimo non si può rigettare, ma le variazioni del livello di indebitamento potrebbero essere causate dalla correlazione positiva del fabbisogno finanziario per investimenti fra le imprese del campione e dalla successione di periodi di deficit e surplus finanziari, più che dall'adeguamento del debito verso il suo livello ottimale, ottenendo così un falso positivo.¹⁷⁶ Leary e Roberts (2005) mettono in luce che le aziende adottano strategie finanziarie che tendono nel tempo ad avvicinare il livello di indebitamento a quello target. Gli autori evidenziano che il processo di adeguamento dell'ottimo appare più marcato per le imprese sovraindebitate.¹⁷⁷ Harford, Klasa e Walcott (2009) hanno evidenziato che successivamente ad un'acquisizione pagata per cassa ottenuta mediante l'accensione di un debito finanziario (spingendo così l'indebitamento sopra il livello obiettivo), le imprese acquirenti tenderanno e riportarlo al valore target.¹⁷⁸

Dal grafico 2 presente nel capitolo 3 abbiamo rilevato e fatto constatare che per gli investitori strategici che hanno svolto un'acquisizione finanziata solo in parte o per il suo intero ammontare mediante l'accensione di un finanziamento, dal secondo anno post-deal diminuiscono notevolmente il loro livello di indebitamento. Dal medesimo grafico è possibile notare che anche il livello degli investimenti decresce seguendo un trend molto simile a quello

¹⁷⁵ Edwin O. Fischer, Robert Heinkel, Josef Zechner, "Dynamic Capital Structure Choice Theory and Tests". The Journal of Finance, Vol.44, N.1, 1989, Pag. 19-40.

¹⁷⁶ Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Meyers, "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure" Journal of Financial Economics, 1999, Pag. 219-244.

¹⁷⁷ Mark T. Leary, Michael R. Roberts, "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?", Journal of Finance, 2005, Pag. 2575-2619.

¹⁷⁸ Jarrad Harford, Sandy Klasa, Nathan Walcott, "Do firms have leverage targets? Evidence from acquisition", Journal of Financial Economics, 2009, Pag. 1-14.

del debito, facendo così supporre che gli investitori industriali al fine di ridurre l'indebitamento riducono anche i livelli degli investimenti, utilizzando quindi la cassa che dovrebbe essere destinata al finanziamento di questi per ridurre il debito. La rapida riduzione del livello degli investimenti fa presumere che post-acquisizione i beni della società target facilmente liquidabili e non necessari a svolgere l'attività caratteristica, siano venduti e la liquidità ottenuta utilizzata per diminuire l'indebitamento. Tale evidenza è contro la nostra aspettativa iniziale, secondo la quale gli investitori industriali tenderebbero a privilegiare la crescita del business (attraverso gli investimenti), mentre gli investitori finanziari tenderebbero ad estrarre valore dalle aziende target nel breve termine (attraverso il taglio degli investimenti e la riduzione del debito).

Eppure, la riduzione del debito negli anni post-LBO è coerente con Kaplan e Stain (1993) che hanno dimostrato che nel periodo analizzato le banche hanno richiesto un rimborso anticipato del debito, soprattutto nei casi in cui dopo il buyout (finanziato principalmente con debito senior) veniva acceso anche un debito junior, in forma di junk bond. Il rimborso anticipato causato da un peggioramento della qualità del debito utilizzato per svolgere il buyout ha permesso agli autori di individuare un incremento degli asset venduti al fine di ottenere la liquidità necessaria per fronteggiare il rimborso anticipato del debito.¹⁷⁹ Kaplan (1991) dimostra che per le società acquisite che al termine dell'LBO (disinvestimento) non vengono quotate in borsa mantengono un livello di indebitamento pari a quello presente al momento in cui il LBO è stato completato. Nel caso in cui le società target vengano quotate in borsa dopo il LBO, l'autore ha riscontrato che queste mantengono un livello di indebitamento minore rispetto al momento in cui il LBO viene completato ma superiore rispetto al livello di indebitamento pre-buyout.¹⁸⁰ Axelson, Jenkinson, Stromberg e Weisbach (2008) scoprono che in media dopo il primo anno in cui LBO viene implementato, solo il 5% del debito utilizzato per finanziare l'operazione viene restituito e dal 5° anno l'ammontare del debito che viene restituito corrisponde a circa il 25%. Tra il primo ed il quinto anno dopo il LBO la percentuale restituita si mantiene circa costante al 5%.¹⁸¹ Cotter e Peck (2000) evidenziano che i LBO posti in essere da fondi di PE presentano post-LBO un'elevata percentuale di asset liquidati. La spiegazione di queste ampie dismissioni si possono ricercare nel fatto che gli investitori finanziari utilizzano successivamente gli asset facilmente liquidabili per ridurre il debito al fine di ottenere un maggior rendimento al momento del disinvestimento. Gli Autori sostengono che

¹⁷⁹ Steven N. Kaplan, Jeremy C. Stein, "The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.108, N.2, 1993, Pag. 313-357.

¹⁸⁰ Steven N. Kaplan, "The Stayng Power of Leveraged Buyout", National Bureau of Economic Research, 1991.

¹⁸¹ Ulf Axelson, Tim Jenkinson, Per Stomberg, Michael S. Weisbach, "Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis", University of Oxford, 2008.

i fondi di PE cercano società target che abbiano ampie prospettive di crescita future e possiedono il maggior numero di asset facilmente liquidabili.¹⁸²

Dal grafico 1 riportato nel capitolo 3 si può notare che il debito delle società target post-LBO si riduce nei cinque anni successivi, ma con un trend meno accentuato rispetto a quanto avviene per gli investitori strategici. Nonostante il fatto che tra l'anno uno e due post-deal vi sia stata una diminuzione elevata del livello degli investimenti, il debito diminuisce ma in modo non proporzionale rispetto agli investimenti. La giustificazione di tale fenomeno la si può individuare nell'eventuale distribuzione ai fondi di PE di una parte dei flussi di cassa (prima utilizzata per sostenere gli investimenti) generati dall'eventuale dismissione di asset facilmente liquidabili e dallo svolgimento dell'attività produttiva, invece di utilizzarli per abbattere il livello di debito. In questo modo i fondi di PE possono già ottenere una parte del rendimento da quel investimento senza dover aspettare il momento del disinvestimento.

Il secondo quesito a cui si voleva rispondere era *se il debito influenza o meno il livello degli investimenti nel periodo post-LBO o post-acquisizione.*

Nel caso dei LBO Long e Ravenscraft (1993) individuano che l'elevato debito caratterizzante un'operazione di LBO implica un'ampia riduzione degli investimenti riscontrando che il livello degli investimenti post-LBO in media diminuisce del 40% rispetto al livello pre-LBO.¹⁸³ Leren, Sorensen, Stromberg (2011) non trovano alcuna evidenza che i fondi di PE a seguito del LBO sacrificino gli investimenti di lungo periodo della società target.¹⁸⁴ Ughetto (2009) non individua alcuna relazione tra il livello degli investimenti e l'ammontare del debito, in quanto dalla regressione statistica l'autrice ottiene un coefficiente del debito molto basso e non statisticamente significativo.¹⁸⁵

Per gli investitori industriali Hitt e Hoskisson (1993) verificano che il livello degli investimenti della società acquirente post acquisizione è influenzato negativamente dal debito.¹⁸⁶ Healy, Palepu e Ruback (1990) evidenziano che post-fusione non si verifica alcuna diminuzione degli

¹⁸² ¹⁸² James F. Cotter, Sarah W. Peck, "The Structure of Debt and Active Equity Investor: The Case of the Buyout Specialist", *Journal of Financial Economics*, Vol.59, 2001, Pag. 101-147.

¹⁸³ William F. Long, David J. Ravenscraft, "LBOs, Debt and R&D Intensity", *Strategic Management Journal*, Vol.14, 1993, Pag. 119-135.

¹⁸⁴ Josh Lerner, Morten Sorensen, Per Stroberg, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *The Journal of Finance*, Vol.66, N.2, 2011, Pag. 445-477.

¹⁸⁵ Elisa Ughetto, "Assessing the contribution to innovation of private equity investors: A study on European Buyout", Elsevier, 2010, Pag. 126-140.

¹⁸⁶ Michael A. Hitt, Robert E. Hoskisson, R. Duane Ireland, Jeffrey S. Harrison, "Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs", *The Academy of Management Journal*, Vol.34, N.3, Pag.693-706.

investimenti e non si assiste nemmeno ad una vendita degli asset della società target maggiore rispetto a quella svolta pre-fusione.¹⁸⁷

L'analisi intrapresa nel presente documento ha portato in luce sia per gli investitori industriali che per le società target soggette a LBO una relazione positiva tra il debito ed il livello degli investimenti. I risultati ottenuti dalla regressione statistica, mostrano un coefficiente del logaritmo del debito positivo e statisticamente significativo nei tre anni post-LBO (e non significativo al quarto e quinto anno post-LBO) e nei cinque anni post-acquisizione. I risultati appena indicati, contrastano con quelli riscontrati in letteratura sia per le società target soggette a LBO che per gli investitori industriali. La motivazione della presenza di una correlazione positiva tra livello degli investimenti e debito residua nel fatto che, mentre nelle varie letterature analizzate il campione oggetto d'analisi, sia per le operazioni di LBO che per le acquisizioni svolte dagli investitori strategici, avevano ad oggetto società di differenti nazionalità o anglosassoni, nel campione analizzato in questo documento al fine di verificare l'esistenza di una relazione tra il debito e gli investimenti, sono state considerate solo società di diritto italiano, le quali nella maggior parte dei casi sono sottocapitalizzate e pertanto eventuali investimenti sono finanziati attraverso l'accensione di finanziamenti bancari. Pertanto se diminuisce l'ammontare del debito bancario diminuisce anche il livello degli investimenti.

La relazione annuale riferita all'anno 2017 stilata dalla Banca d'Italia riporta che le 360.000 società analizzate tra il 2003 ed il 2010, circa la metà ha fatto ricorso al finanziamento bancario, il quale rappresentava in media il 16% dell'attivo, notando che il peso dei debiti bancari cresce all'aumentare della dimensione iniziale delle imprese. Ricordo che i dati delle società italiane presenti all'interno del campione, sono stati raccolti tra il 2005 ed il 2011.¹⁸⁸ In Italia prevale il modello "famiglia ricca-impresa povera" (Roberto Calugni, Valentina Morelli, Giacomo Paglietti (2014)) che comporta una limitata capitalizzazione dell'impresa a fronte di una "iper-capitalizzazione" dell'imprenditore, implicando così la necessità per le società di ricorrere al credito bancario.

L'elevata dipendenza delle imprese dai canali bancari può comportare però alcuni rischi:

- Nelle fasi negative del ciclo economico, aumenta il numero di imprese che incontra difficoltà nel rimborso dei prestiti, con conseguenze negative sui bilanci delle banche, le quali adotteranno criteri di rilascio del prestito più stringenti.

¹⁸⁷ Paul M. Healy, Krishna G. Palepu, Richard S. Ruback, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", Massachusetts Institute of Technology, 1990.

¹⁸⁸ Banca d'Italia, "Relazione annuale", Banca d'Italia, Roma, 2018, pag. 101-102.

- Potenziale difficoltà di copertura del fabbisogno finanziario nel periodo di razionamento dei prestiti.
- Possibili ripercussioni negative in termini di competitività sui mercati internazionali. I tassi di interesse bancari sui finanziamenti alle imprese risultano in Italia mediamente più elevati rispetto a quelli medi pagati nella zona Euro.¹⁸⁹

Per poter superare il problema della dipendenza dal credito bancario dovuto alla sottocapitalizzazione, il sistema finanziario ha recentemente introdotto o favorito nuovi canali di finanziamento come:

- Emissione di obbligazioni c.d. “mini bond”: nel 2017 oltre 220 società e gruppi italiani hanno emesso obbligazioni per più di 46 miliardi di euro, valori superiori rispetto a quelli osservati prima della crisi (circa 190 emittenti e 18 miliardi in media nel periodo 2005-07).¹⁹⁰ Nel 2012 con il decreto sviluppo sono stati infatti introdotti i mini-bond, ossia obbligazioni agevolate che permettono a società non quotate di accedere al mercato dei capitali riducendo la dipendenza dal credito bancario. Questi strumenti possono essere emessi da società italiane non quotate, il cui fatturato supera i due milioni di euro e presenta un numero di dipendenti almeno pari a 10 e possono essere sottoscritti solo dagli investitori istituzionali (es. banche, SGR, ecc.). Al 31 dicembre 2016 in Italia sono state registrate più di 221 emissioni di mini-bond per un controvalore di 8,6 miliardi di euro e rispetto al 2015 è aumentata la popolazione delle PMI che hanno utilizzato questo strumento, passando dal 48.3% al 73.9%.¹⁹¹
- Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): veicoli d’investimento quotati che si finanziano sul mercato per poi acquistare o incorporare una società non quotata. Attraverso le SPAC l’accesso al mercato dei capitali è più rapido e verosimilmente, meno costoso rispetto alle tradizionali operazioni di IPO. Questi mezzi nel 2017 hanno rappresentato circa un terzo delle quotazioni.¹⁹²
- Piani Individuali di risparmio (PIR): strumenti di raccolta del risparmio introdotti con la legge di bilancio 2017 con l’obiettivo di favorire, attraverso agevolazioni fiscali, l’investimento dei risparmiatori in strumenti finanziari emessi da imprese italiane. L’agevolazione fiscale consiste nell’esenzione totale della tassazione dei redditi derivanti dagli investimenti effettuati nei PIR e ne possono beneficiare le persone fisiche

¹⁸⁹ Roberto Calugni, Valentina Morelli, Giacomo Paglietti, “I mini-bond istruzione per l’uso”, Consorzio Camerale per il credito e la finanza, 2014, pag. 20-21.

¹⁹⁰ Banca d’Italia, “Relazione annuale”, Banca d’Italia, Roma, 2018, pag. 99.

¹⁹¹ www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm

¹⁹² Banca d’Italia, “Relazione annuale”, Banca d’Italia, Roma, 2018, pag. 99.

residenti, relativamente agli investimenti effettuati al di fuori dell'esercizio dell'impresa. Ciascuna persona fisica può essere titolare di un solo piano individuale di risparmio in cui non può investire più di 30.000 euro all'anno, entro un limite complessivo di 150.000 euro. Al fine di ottenere i benefici fiscali i PIR devono essere detenuti per almeno cinque anni, questo è stato previsto al fine di evitare comportamenti speculativi. Almeno il 70% del valore complessivo degli attivi detenuti nel PIR deve essere investito in strumenti finanziari, emessi da imprese non immobiliari residenti in Italia oppure in Stati membri dell'UE o aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo aventi stabile organizzazione in Italia. Di questo 70%, almeno il 30% deve essere investito in prodotti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE MIB della borsa italiana o indici equivalenti di altri mercati regolamentati. I PIR possono essere attivati attraverso l'investimento in fondi comuni, gestioni patrimoniali, contratti di assicurazione o depositi titoli soggetti a vincoli sulla composizione del portafoglio.¹⁹³

L'introduzione dei PIR ha favorito l'avvio di fondi d'investimento fortemente specializzati nei mercati azionari e obbligazionari italiani. Alla fine del 2017 i fondi di diritto italiano ed estero che rispettano la normativa sui PIR erano 64. Il patrimonio complessivo dei 44 fondi di diritto italiano ammontava a 12.4 miliardi di euro, di cui il 54% investito in titoli di società non finanziarie residenti, principalmente di media e grande dimensione. Le obbligazioni ammontano a circa 2.5 miliardi di euro. Appena l'1% è investito in mini-bond.

- Programma Elite di Borsa Italiana: è una piattaforma internazionale di servizi creata per supportare le imprese nella realizzazione dei loro progetti di crescita. Questo programma si struttura in tre fasi, in cui le società italiane sono affiancate in un processo unico di cambiamento culturale ed organizzativo, di avvicinamento ai mercati dei capitali, miglioramento dei rapporti con il sistema bancario e imprenditoriale e facilitare l'internazionalizzazione. A questo programma hanno già aderito oltre 800 società italiane.

L'utilizzo di questi strumenti sembra crescere negli anni anche se in misura più ridotta rispetto alle società di diritto estero, pertanto, seppur lentamente, stiamo assistendo ad un processo di cambiamento delle società italiane che stanno cercando di essere più indipendenti dalle banche per reperire le risorse finanziarie necessarie allo svolgimento della loro attività.

¹⁹³ Banca d'Italia Eurostima, "Rapporto sulla stabilità finanziaria", Banca d'Italia, numero 2, 2017, pag. 43.

ALLEGATI

ALLEGATO 1

Matrici di correlazione per il campione degli LBO

Tab.1	CAPEX CY1	Debt CY1	Total Asset CY1
CAPEX CY1	1	0,6843	0,785
Debt CY1		1	0,9367
Total Asset CY1			1

Tab.2	CAPEX CY2	Debt CY2	Total Asset CY2
CAPEX CY2	1	0,4206	0,5437
Debt CY2		1	0,9353
Total Asset CY2			1

Tab.3	CAPEX CY3	Debt CY3	Total Asset CY3
CAPEX CY3	1	0,7182	0,7804
Debt CY3		1	0,926
Total Asset CY3			1

Tab.4	CAPEX CY4	Debt CY4	Total Asset CY4
CAPEX CY4	1	0,2198	0,3284
Debt CY4		1	0,8426
Total Asset CY4			1

Tab.5	CAPEX CY5	Debt CY5	Total Asset CY5
CAPEX CY5	1	0,1786	0,2503
Debt CY5		1	0,7552
Total Asset CY5			1

Matrici di correlazione per il campione degli LBO

Tab.6	CAPEX CY1	Debt CY1	Total Asset CY1
CAPEX CY1	1	0,7202	0,7474
Debt CY1		1	0,9936
Total Asset CY1			1

Tab.7	CAPEX CY2	Debt CY2	Total Asset CY2
CAPEX CY2	1	0,9134	0,8658
Debt CY2		1	0,9686
Total Asset CY2			1

Tab.8	CAPEX CY3	Debt CY3	Total Asset CY3
CAPEX CY3	1	0,8532	0,7414
Debt CY3		1	0,902
Total Asset CY3			1

Tab.9	CAPEX CY4	Debt CY4	Total Asset CY4
CAPEX CY4	1	0,7424	0,7065
Debt CY4		1	0,9384
Total Asset CY4			1

Tab.10	CAPEX CY5	Debt CY5	Total Asset CY5
CAPEX CY5	1	0,5036	0,2828
Debt CY5		1	0,9296
Total Asset CY5			1

ALLEGATO 2

Influenza del debito sul CAPEX: modelli di regressione con dati Cross-Sectional per i LBO

Modello Lineare

Tab.1	Var dip Capex anno n.					
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	-6,72263	5,8264	-1,1538	0,2548	
	V.I. DebtCY1	0,939228***	0,302099	3,109	0,0033	
	Media Var. Dip.					18,12609
	R-quadro corretto					0,456243
	P-value(F)					434,472
	Criterio di Schwarz					438,1293
	Criterio di Akaike					434,472
Anno 2	const	1,02946	1,10259	0,9337	0,3556	
	V.I. DebtCY2	0,0995106***	0,0323591	3,0752	0,0036***	
	Media Var. Dip.					3,43913
	R-quadro corretto					0,158199
	P-value(F)					0,003609
	Criterio di Schwarz					288,9052
	Criterio di Akaike					285,2479
Anno 3	const	-0,98314	1,3962	-0,7042	0,485	
	V.I. DebtCY3	0,171113**	0,0812876	2,105	0,041**	
	Media Var. Dip.					2,9
	R-quadro corretto					0,504799
	P-value(F)					0,041034
	Criterio di Schwarz					267,7518
	Criterio di Akaike					264,0945
Anno 4	const	1,83048***	0,576615	3,1745	0,0027	
	V.I. DebtCY4	0,0288881	0,0193334	1,4942	0,1423	
	Media Var. Dip.					2,404348
	R-quadro corretto					0,026662
	P-value(F)					0,14226
	Criterio di Schwarz					234,6472
	Criterio di Akaike					230,9899
Anno 5	const	3,57089	2,12826	1,6778	0,1005	
	V.I. DebtCY5	0,0924474	0,0767654	1,2043	0,2349	
	Media Var. Dip.					5,308696
	R-quadro corretto					0,009908
	P-value(F)					0,234918
	Criterio di Schwarz					353,4393
	Criterio di Akaike					349,782

Modello Lineare-Log

Tab.2

		Var dip Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	-43,8166*	23,2918	-1,8812	0,0666	
	V.I. LogDebtCY1	49,1947**	21,1051	2,3309	0,0244	
	Media Var. Dip.					18,12609
	R-quadro corretto					0,262132
	P-value(F)					0,024403
	Criterio di Schwarz					452,1714
	Criterio di Akaike					448,5141
Anno 2	const	-2,78282	2,34645	-1,186	0,242	
	V.I. LogDebtCY2	5,20385***	1,8488	2,8147	0,0073	
	Media Var. Dip.					3,43913
	R-quadro corretto					0,133326
	P-value(F)					0,007275
	Criterio di Schwarz					290,2447
	Criterio di Akaike					286,5874
Anno 3	const	-3,58425	3,80134	-0,9429	0,3509	
	V.I. LogDebtCY3	5,62875	3,88443	1,4491	0,1544	
	Media Var. Dip.					2,9
	R-quadro corretto					0,155099
	P-value(F)					0,154413
	Criterio di Schwarz					292,3275
	Criterio di Akaike					288,6702
Anno 4	const	2,1907	1,71953	1,274	0,2093	
	V.I. LogDebtCY4	0,201509	1,40134	0,1438	0,8863	
	Media Var. Dip.					2,404348
	R-quadro corretto					-0,02159
	P-value(F)					0,886317
	Criterio di Schwarz					236,873
	Criterio di Akaike					233,2157
Anno 5	const	3,30725	3,12314	1,0589	0,2954	
	V.I. LogDebtCY5	2,03125	2,73409	0,7429	0,4615	
	Media Var. Dip.					5,308696
	R-quadro corretto					-0,01006
	P-value(F)					0,46147
	Criterio di Schwarz					354,3576
	Criterio di Akaike					350,7003

Modello Log-Lineare

Tab.3

		Var dip Log Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	0,144768	0,146417	0,9887	0,3282	
	V.I. DebtCY1	0,0143391***	0,004141	3,4627	0,0012	
	Media Var. Dip.					0,524131
	R-quadro corretto					0,175039
	P-value(F)					0,001203
	Criterio di Schwarz					113,2428
	Criterio di Akaike					109,5856
Anno 2	const	0,004858	0,0971525	0,05	0,9603	
	V.I. DebtCY2	0,00940653***	0,0028513	3,2991	0,0019***	
	Media Var. Dip.					0,232639
	R-quadro corretto					0,180089
	P-value(F)					0,001927
	Criterio di Schwarz					65,42451
	Criterio di Akaike					61,76722
Anno 3	const	-0,0531046	0,0838086	-0,6336	0,5296	
	V.I. DebtCY3	0,0100153***	0,0025007	4,0049	0,0002***	
	Media Var. Dip.					0,174177
	R-quadro corretto					0,250493
	P-value(F)					0,000235
	Criterio di Schwarz					55,96538
	Criterio di Akaike					52,3081
Anno 4	const	-0,0181932	0,0905495	-0,2009	0,8417	
	V.I. DebtCY4	0,00768524**	0,0030361	2,5313	0,015**	
	Media Var. Dip.					0,134476
	R-quadro corretto					0,107278
	P-value(F)					0,015012
	Criterio di Schwarz					64,32961
	Criterio di Akaike					60,67232
Anno 5	const	0,173935	0,113655	1,5304	0,1331	
	V.I. DebtCY5	0,00676612	0,0040995	1,6505	0,106	
	Media Var. Dip.					0,301123
	R-quadro corretto					0,036899
	P-value(F)					0,105967
	Criterio di Schwarz					83,88933
	Criterio di Akaike					80,23205

Modello Log-Log

Tab.4

		Var dip Log Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	-0,834828**	0,35768	-2,3340	0,0242	
	V.I. LogDebtCY1	1,07928***	0,291992	3,6963	0,0006	
	Media Var. Dip.					0,524131
	R-quadro corretto					0,22016
	P-value(F)					0,000603
	Criterio di Schwarz					110,6555
	Criterio di Akaike					106,9982
Anno 2	const	-0,401658*	0,203683	-1,972	0,0549	
	V.I. LogDebtCY2	0,530507***	0,160485	3,3057	0,0019	
	Media Var. Dip.					0,232639
	R-quadro corretto					0,180736
	P-value(F)					0,001892
	Criterio di Schwarz					65,3882
	Criterio di Akaike					61,73092
Anno 3	const	-0,374047**	0,183672	-2,0365	0,0477	
	V.I. LogDebtCY3	0,475894***	0,149148	3,1907	0,0026	
	Media Var. Dip.					0,174177
	R-quadro corretto					0,169449
	P-value(F)					0,002618
	Criterio di Schwarz					60,68839
	Criterio di Akaike					57,0311
Anno 4	const	-0,0668043	0,171024	-0,3906	0,698	
	V.I. LogDebtCY4	0,189841	0,146768	1,2935	0,2026	
	Media Var. Dip.					0,134476
	R-quadro corretto					0,014737
	P-value(F)					0,202594
	Criterio di Schwarz					68,86673
	Criterio di Akaike					65,20945
Anno 5	const	0,268419	0,170067	1,5783	0,1217	
	V.I. LogDebtCY5	0,0331906	0,148882	0,2229	0,8246	
	Media Var. Dip.					0,301123
	R-quadro corretto					-0,02157
	P-value(F)					0,824619
	Criterio di Schwarz					86,60062
	Criterio di Akaike					82,94334

Influenza del debito sul CAPEX: modelli di regressione con dati Cross-Sectional per gli investitori strategici

Modello Lineare

Tab.5		Var dip Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	306,866	206,011	1,4896	0,1432	
	V.I. DebtCY1	0,106905**	0,0528472	2,0229	0,0489	
	Media Var. Dip.					1084,777
	R-quadro corretto					0,508175
	P-value(F)					0,048917
	Criterio di Schwarz					893,2043
	Criterio di Akaike					889,4619
Anno 2	const	211,203	160,402	1,3167	0,1945	
	V.I. DebtCY2	0,115127***	0,0219104	5,2544	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1205,454
	R-quadro corretto					0,830727
	P-value(F)					3,73E-06
	Criterio di Schwarz					846,9739
	Criterio di Akaike					843,2315
Anno 3	const	224,132	185,3	1,2096	0,2326	
	V.I. DebtCY3	0,096458***	0,0207138	4,6567	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1034,213
	R-quadro corretto					0,721987
	P-value(F)					0,000028
	Criterio di Schwarz					856,7052
	Criterio di Akaike					852,9628
Anno 4	const	275,868	191,639	1,4395	0,1568	
	V.I. DebtCY4	0,0927825***	0,0315341	2,9423	0,0051	
	Media Var. Dip.					881,4187
	R-quadro corretto					0,541436
	P-value(F)					0,005089
	Criterio di Schwarz					864,6029
	Criterio di Akaike					860,8605
Anno 5	const	272,263*	152,783	1,782	0,0813	
	V.I. DebtCY5	0,0600343	0,0504808	1,1893	0,2404	
	Media Var. Dip.					595,3229
	R-quadro corretto					0,237413
	P-value(F)					0,240444
	Criterio di Schwarz					866,9163
	Criterio di Akaike					863,1739

Modello Lineare-Log

Tab.6

		Var dip Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	-3131,53***	1129,67	-2,7721	0,008	
	V.I. LogDebtCY1	1896,77***	656,456	2,8894	0,0059	
	Media Var. Dip.					1084,777
	R-quadro corretto					0,389104
	P-value(F)					0,005869
	Criterio di Schwarz					903,6109
	Criterio di Akaike					899,8685
Anno 2	const	-2964,99***	1010,73	-2,9335	0,0052	
	V.I. LogDebtCY2	1931,03***	598,208	3,228	0,0023	
	Media Var. Dip.					1205,454
	R-quadro corretto					0,431156
	P-value(F)					0,002301
	Criterio di Schwarz					905,1543
	Criterio di Akaike					901,4119
Anno 3	const	-2858,65***	951,052	-3,0058	0,0043	
	V.I. LogDebtCY3	1738,61***	536,078	3,2432	0,0022	
	Media Var. Dip.					1034,213
	R-quadro corretto					0,424949
	P-value(F)					0,002203
	Criterio di Schwarz					891,5912
	Criterio di Akaike					887,8488
Anno 4	const	-2641,63***	829,495	-3,1846	0,0026	
	V.I. LogDebtCY4	1566,96***	471,304	3,3247	0,0017	
	Media Var. Dip.					881,4187
	R-quadro corretto					0,424196
	P-value(F)					0,001744
	Criterio di Schwarz					875,531
	Criterio di Akaike					871,7886
Anno 5	const	-1659,46**	794,869	-2,0877	0,0424	
	V.I. LogDebtCY5	1023,54**	464,156	2,2052	0,0325	
	Media Var. Dip.					595,3229
	R-quadro corretto					0,279359
	P-value(F)					0,03248
	Criterio di Schwarz					864,2007
	Criterio di Akaike					860,4583

Modello Log-Lineare

Tab.7

		Var dip Log Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	0,982649***	0,146081	6,7267	<0,0001	
	V.I. DebtCY1	0,0000330778***	9,35E-06	3,536	0,0009	
	Media Var. Dip.					1,223345
	R-quadro corretto					0,369054
	P-value(F)					0,00094
	Criterio di Schwarz					144,0188
	Criterio di Akaike					140,2764
Anno 2	const	0,998845***	0,141677	7,0501	<0,0001	
	V.I. DebtCY2	0,0000271997***	5,42E-06	5,0169	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,233746
	R-quadro corretto					0,393627
	P-value(F)					8,31E-06
	Criterio di Schwarz					141,0759
	Criterio di Akaike					137,3335
Anno 3	const	0,980603***	0,136555	7,181	<0,0001	
	V.I. DebtCY3	0,000027665***	4,42E-06	6,2589	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,212942
	R-quadro corretto					0,398657
	P-value(F)					1,18E-07
	Criterio di Schwarz					138,0774
	Criterio di Akaike					134,335
Anno 4	const	0,990155***	0,143075	6,9205	<0,0001	
	V.I. DebtCY4	0,0000346316***	7,75E-06	4,4694	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,220964
	R-quadro corretto					0,365409
	P-value(F)					0,000053
	Criterio di Schwarz					138,4701
	Criterio di Akaike					134,7698
Anno 5	const	0,936961***	0,149123	6,2831	<0,0001	
	V.I. DebtCY5	0,0000356612**	1,42E-05	2,5045	0,0159	
	Media Var. Dip.					1,128863
	R-quadro corretto					0,26433
	P-value(F)					0,015869
	Criterio di Schwarz					147,3017
	Criterio di Akaike					143,5593

Modello Log-Log

Tab.8

		Var dip Log Capex anno n.				
		<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
Anno 1	const	-0,881725***	0,190969	-4,6171	<0,0001	
	V.I. LogDebtCY1	0,946997***	0,0758606	12,4834	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,223345
	R-quadro corretto					0,767136
	P-value(F)					2,24E-16
	Criterio di Schwarz					96,17394
	Criterio di Akaike					92,43154
Anno 2	const	-0,713069***	0,143992	-4,9521	<0,0001	
	V.I. LogDebtCY2	0,90143***	0,057319	15,7265	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,233746
	R-quadro corretto					0,839768
	P-value(F)					3,96E-20
	Criterio di Schwarz					77,19404
	Criterio di Akaike					73,45164
Anno 3	const	-0,744013***	0,185142	-4,0186	0,0002	
	V.I. LogDebtCY3	0,874002***	0,0725777	12,0423	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,212942
	R-quadro corretto					0,753948
	P-value(F)					8,02E-16
	Criterio di Schwarz					95,18344
	Criterio di Akaike					91,44104
Anno 4	const	-1,021***	0,154563	-6,6057	<0,0001	
	V.I. LogDebtCY4	0,990266***	0,0608405	16,2764	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,220964
	R-quadro corretto					0,851576
	P-value(F)					1,78E-20
	Criterio di Schwarz					70,18352
	Criterio di Akaike					66,48322
Anno 5	const	-0,94076***	0,229171	-4,1051	0,0002	
	V.I. LogDebtCY5	0,93949***	0,0877149	10,7107	<0,0001	
	Media Var. Dip.					1,128863
	R-quadro corretto					0,771864
	P-value(F)					4,38E-14
	Criterio di Schwarz					91,1013
	Criterio di Akaike					87,3589

Influenza del debito sul CAPEX: modelli di regressione con dati Serie Storiche per i LBO

Modello Lineare

Tab.9

Var dip Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-49,7258	21,2366	-2,3415	0,1011	
Debt	2,38574*	0,904982	2,6362	0,0779	
Media Var. Dip.					5,955
R-quadro corretto					0,597978
P-value(F)					0,077908
Criterio di Schwarz					30,82612
Criterio di Akaike					31,60724

Modello Lineare-Log

Tab.10

Var dip Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-165,526	71,1427	-2,3267	0,1025	
LogDebt	125,559*	52,0629	2,4117	0,0949	
Media Var. Dip.					5,955
R-quadro corretto					0,094873
P-value(F)					32,21197
Criterio di Schwarz					31,43085
Criterio di Akaike					32,21197

Modello Log-Lineare

Tab.11

Var dip Log Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-2,87281**	0,881896	-3,2575	0,0472	
Debt	0,146952**	0,0375814	3,9102	0,0297	
Media Var. Dip.					0,556916
R-quadro corretto					0,781301
P-value(F)					0,029717
Criterio di Schwarz					-0,987945
Criterio di Akaike					-0,206820

Modello Log-Log

Tab.12

Var dip Log Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-10,128**	3,00898	-3,3659	0,0435	
LogDebt	7,82357**	2,202	3,5529	0,038	
Media Var. Dip.					0,556916
R-quadro corretto					0,743974
P-value(F)					0,038011
Criterio di Schwarz					-0,200016
Criterio di Akaike					-0,581108

Influenza del debito sul CAPEX: modelli di regressione con dati Serie Storiche per gli investitori strategici

Modello Lineare

Tab.13

Var dip Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	204,916	284,868	-0,7193	0,5239	
Debt	0,160849**	0,0387931	4,1463	0,0255	
Media Var. Dip.					960,2371
R-quadro corretto					0,801902
P-value(F)					0,025484
Criterio di Schwarz					61,3457
Criterio di Akaike					62,12682

Modello Lineare-Log

Tab.14

Var dip Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-9109,69**	2130,45	-4,276	0,0235	
LogDebt	2613,12**	552,739	4,7276	0,0179	
Media Var. Dip.					960,2371
R-quadro corretto					0,842209
P-value(F)					0,017934
Criterio di Schwarz					60,20824
Criterio di Akaike					60,98936

Modello Log-Lineare

Tab.15

Var dip Log Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	2,38134***	0,15259	15,6062	0,0006	
Debt	0,0000812932**	2,08E-05	3,9122	0,0297	
Media Var. Dip.					2,970207
R-quadro corretto					0,781482
P-value(F)					0,029679
Criterio di Schwarz					-13,9745
Criterio di Akaike					-13,19345

Modello Log-Log

Tab.16

Var dip Log Capex anno n.					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	<i>Test+R-q</i>
const	-2,14835	1,11327	-1,9298	0,1492	
LogDebt	1,32825**	0,288837	4,5986	0,0193	
Media Var. Dip.					2,970207
R-quadro corretto					0,834351
P-value(F)					0,019328
Criterio di Schwarz					-15,35957
Criterio di Akaike					-14,57844

ALLEGATO 3

Grafico andamento Capex e Debito in valori logartimici nei 5 anni post LBO

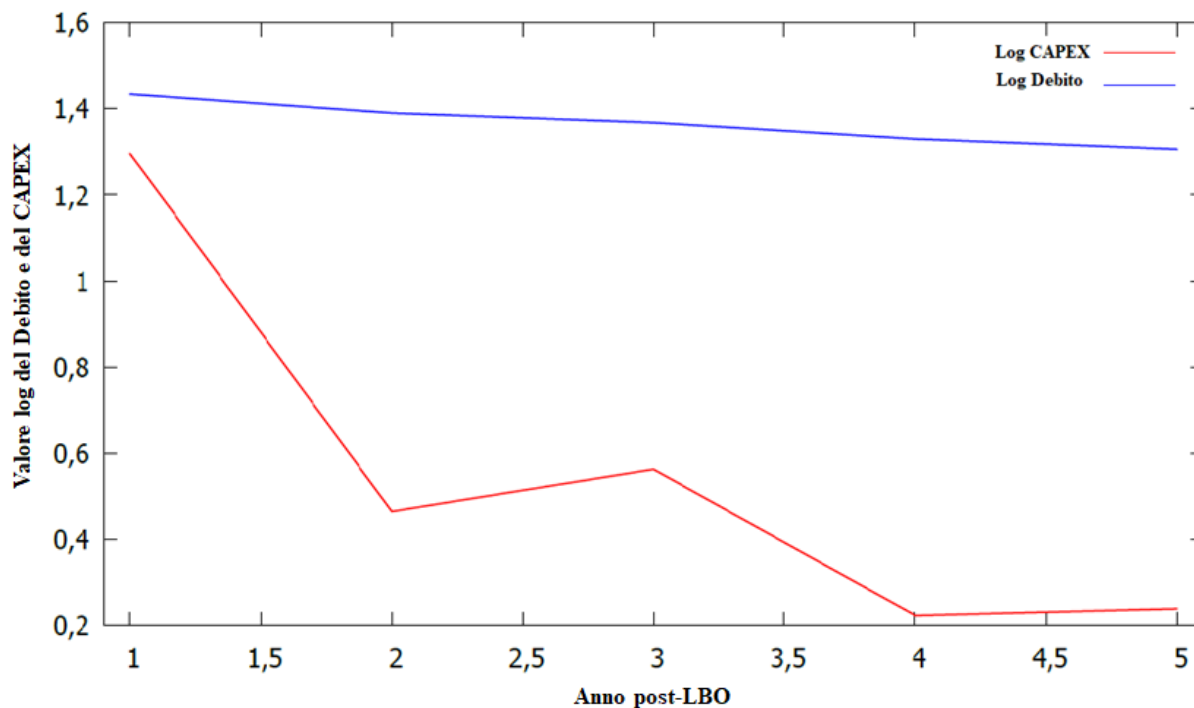


Grafico.1

Grafico andamento Capex e Debito in valori logartimici nei 5 anni post LBO

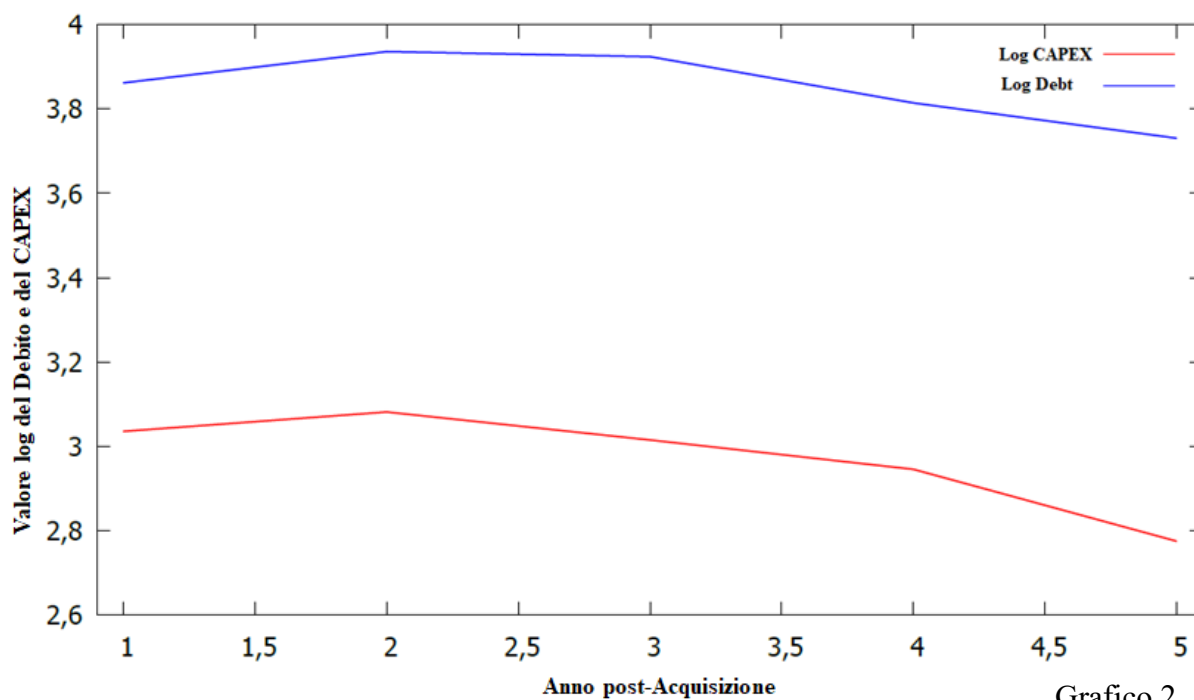


Grafico.2

BIBLIOGRAFIA

- AMIHUD Yakov, LEV Baruch, TRAVLOS Nikolas G., *Corporate Control and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions*, in «The Journal of Finance», (1990).
- AXELSON Ulf, JENKINSON Tim, STOMBERG Per, WEISBACH Michael S., *Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis*, University of Oxford (2008).
- BAH Rahim, DUMONTIER Pascal, *R&D Intensity and Corporate Financial Policy: Some International Evidence*, in «Journal of Business Finance & Accounting» 28 (2001).
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, Aprile 2018,
- BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, Novembre 2017
- BANCA D'ITALIA, *Relazione Annuale*, Maggio 2018,
- BERK Jonathan, DE MARZO Peter, VENANZI Daniela (Ed.) ,*Finanza Aziendale 1*, Pearson, 2015.
- BERTRAND Oliver, “*Effects of foreign acquisitions on R&D activity: Evidence from firm-level data for France*”, in «Elsevier, Research Policy» 38 (2009).
- BHARADWAJ Anu, SHIVDASANI Anil, *Valuation effects of bank financing in acquisitions*, «Journal of Financial Economics» 67 (2003).
- BREALEY Richard A., MYERS Stewart C., ALLEN Franklin, SANDRI Sandro, *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, 2015.
- CALDWELL John E., SMITH Ken, *Overseeing Mergers and Acquisitions: A framework for boards of directors*, in «Chartered Professional Accountants Canada», <<https://www.cpacanada.ca/-/media/site/business-and-accounting-resources/docs/overseeing-mergers-and-acquisitions-a-framework-for-boards-of-directors-june-2016.pdf?la=en&hash=77AC716EE4CF143FAEBED4F0738F480498B9DC9A>>, 77.
- CHIAO Chaoshin, *Relationship between debt, R&D and physical investment, evidence from US firm-level data*, in «Applied Financial Economics» (2002).
- COTTER James F., PECK Sarah W., *The Structure of Debt and Active Equity Investor: The Case of the Buyout Specialist*, in «Journal of Financial Economics» (2001).
- CREW J., *Leveraged Buyout Model-Quick Reference*, in «Breaking Into Wall Street» (2009).
- DROBETZ Wolfgang, WANZENRIED Gabrielle, *What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure?* (2006).

EDWIN L., MILLER Jr., *Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide*, John Wiley & Sons, Inc., 2008.

ERICKSON Merle, WANG Shiing-wu, *Earnings management by Acquiring Firms in Stock For Stock Mergers*, in «Journal of Accounting and Economics» (1999).

FACCIO Mara, Ronald W. MASULIS, *The choice of Payment Method in European Mergers and Acquisition*, «The journal of Finance», (2005).

FAULKENDER Michael, FLANNERY Mark J., HANKINS Kristine Watson, SMITH Jason M., *Cash Flow and Leverage Adjustments* , in « Journal of Financial Economics» 103 (2011).

FISCHER Edwin O., HEINKEL Robert, ZECHNER Josef, *Dynamic Capital Structure Choice Theory and Tests* «The Journal of Finance» (1989).

FISHMAN Michael J., *Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions*, in « The Journal of Finance» 44 (1989).

GOMPERS Paul, KAPLAN Steven N., MUKHARLYAMOV Vladimir, *What Do Private Equity Firm Sey They Do?*, in «Harvard Business School, Working Paper » (2015).

GRANT M. Robert, JORDAN Judith, MAZZANTI M.(Ed.) , *Fondamenti di Strategia*, Bologna, Mulino, (2013).

GUPTA Predeep Kumar, *Mergers and Acquisition (M&A): the strategic concepts for the nuptials of corporate sector*, in « Innovative journal of business and management» (2012).

HANSEN Robert G., *A Theory for the choice of exchange Medium in Mergers and Acquisitions*, in «The Journal of Business», 60 (1987).

HARFORD Jarrad, KLASA Sandy, WALCOTT Nathan, *Do firms have leverage targets? Evidence from acquisition*, « Journal of Financial Economics » 93 (2009).

HEALY Paul M., PALEPU Krishna G., RUBACK Richard S., *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, Massachusetts Institute of Technology, 1990.

HERON Randall, LIE Erik, *Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers*, in «The Journal of Financial and Quantitative Analysis», (2002).

HITT Michael A., HOSKISSON Robert E., R. IRELAND Duane, HARRISON Jeffrey S., *Effects of Acquisitions on R&D Inputs and Outputs*, in «The Academy of Management Journal» (1991).

KAPLAN Steven N., STEIN Jeremy C., *The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s*, in «The Quarterly Journal of Economics» (1993).

KAPLAN Steven N., *The Stayng Power of Leveraged Buyout*, in « National of Bureau of Economic Research» (1991).

KOLLER Tim, GEODHART Marc, WESSELS David, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company,2010.

KRAUS Alan, LITZENBERGER Robert H., *A State Performance Model of Optimal Financial Leverage*, in «The Journal of Finance» (1973).

LEARY Mark T., R. ROBERTS Michael, *Do Firms Rebalance Their Capital Structure?*, in «Journal of Finance» (2005).

LERNER Josh, SORENSEN Morten, STROBERG Per, *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation*, in «The journal of Finance», (2011).

LONG William F., RAVENSCRAFT David J., *LBOs, Debt and R&D Intensity*, in « Strategic Management Journal» (1993).

MARTIN Kenneth J., *The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Management Ownership*, in «The Journal of Finance», (1996).

MARTYNOVA Marina, RENNEBOOG Luc, *What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment?*, in « Journal of Corporate Finance» 15 (2009).

MYERS Stewart C., MAJLUF Nicholas S., *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That investors Do Not Have*, in « Journal of Financial Economics» 13 (1984).

MYERS Stewart C., *The Capital Structure Puzzle* , «The Journal of Finance», (1984), 577. National Bureau of Economic Research» (1991).

OSSORIO Mario, *Struttura finanziaria e metodi di pagamento delle acquisizioni in Italia*, Dipartimento di Strategie Aziendali e Metodologie Quantitative Seconda Università Degli Studi di Napoli..

PALOMBA Giulio, *Panel Data*, «Univpm» (2008).

QUIRY Pascal, DALLOCCHIO Maurizio, LE FUR Yann, SALVI Antonio, *Corporate Finance Theory and Practice*, John Wiley & Sons Ltd Publication, 2018.

SANKAR B.P. Bijay, LEEPSA N.M., *Payment Methods in Merger and Acquisitions: A Theoretical Framework*, in «International Journal of Accounting and Financial Reporting» vol 8, n. 1, <<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafr/article/view/12354/pdf>> (2018).

SANKAR B.P. Bijay, LEEPSA N.M., *Payment Methods in Mergers and Acquisitions: A Theoretical Framework*, Macrothink Institute, (2018).

SHYAM-SUNDER Lakshimi, MEYERS Stewart C., *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure* « Journal of Financial Economics » 51 (1999).

SINGH Manohar, FAIRCLOTH Sheri, *The Impact of Corporate Debt On Long Term Investment and Firm Performance*, in «Applied Economics» 37 (2005).

STOCK James H., WATSON Mark K., *Introduzione All'Econometria*, Milano, Pearson, (2012).

TALMOR Eli, VASVARI Florin, *International Private Equity*, John Wiley and Sons Ltd Publication , 2011.

TRAVLOS Nickolaos G., *Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns*”, in «The journal of Finance», (1987).

UGHETTO Elisa, *Assessing the contribution to innovation fo private equity investors: A study on European Buyout*”, in «ELSEVIER» 39 (2010).

VERMAELEN Theo, XU Moqi, *How do firms make capital structure decisions?*, in «INSEAD» (2011).

VILD Jan, ZEISBERGER Claudia, *Strategic Buyers vs Private Equity Buyers in an Investment Process*, in « INSEAD, Working Paper», (2014).

SITOGRAFIA

https://www.researchgate.net/publication/299872017_Exit_Strategies_in_Private_Equity>(2015).

<https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:KYOle2oN1IYJ:https://www.confindustriabergamo.it/aree-di-interesse/credito-finanza-e-confidi/software-finanziari/pubblicazioni/le-alternative-al-credito-bancario-di-breve-periodo/debito-mezzanino+&cd=1&hl=it&ct=clnk&gl=it>

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-better-way-to-understand-internal-rate-of-return>.

<https://www.unibs.it/sites/default/files/ricerca/allegati/Paper87.pdf>.

<https://bspeclubblog.wordpress.com/2016/10/31/lbo-value-creation/>.