



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione, finanza
e controllo

Tesi di Laurea

Leverage Buy-Out tra finanza e strategia:

un'analisi teorica e il caso Wm Morrison PLC

Relatore

Ch. Prof. Moreno Mancin

Laureando

Riccardo Castellan

Matricola 894693

Anno Accademico

2023 / 2024

Indice

INTRODUZIONE	1
Capitolo 1: Evoluzione, concetti chiave e rilevanza nell'economia globale delle LBO	3
1.1. Contestualizzazione delle operazioni di LBO nell'ambito finanziario e aziendale	4
1.1.1. Definizione di leva finanziaria e buy-out.....	4
1.1.2. L'evoluzione storica delle operazioni di leverage buy-out.....	8
1.2. Caratteristiche distintive delle LBO e ruolo dei diversi soggetti coinvolti	16
1.2.1. L'importanza delle operazioni di leverage buy-out nell'economia globale.....	16
1.2.2. Caratteristiche distintive delle operazioni di leverage buy-out.....	20
1.2.3. Ruolo dei finanziatori e degli acquirenti nelle LBO.....	23
Capitolo 2: Analisi finanziaria delle operazioni di leverage buy-out	29
2.1 Descrizione delle principali fonti di finanziamento utilizzate nelle LBO	30
2.1.1 Debito Senior in un contesto di LBO.....	30
2.1.2 Debito subordinato in un contesto di LBO.....	34
2.1.3 Equity in un contesto di LBO.....	39
2.2 Analisi degli effetti del leverage sui rendimenti delle aziende oggetto di LBO	45
2.2.1 Implicazioni sulle politiche finanziarie.....	45
2.2.2 Effetti sui rendimenti aziendali e degli obbligazionisti.....	50
2.2.3 Rischio e Volatilità.....	53
2.3 Implicazioni finanziarie a breve e lungo termine delle LBO sulle aziende coinvolte	60
2.3.1 Implicazioni a breve termine sul flusso di cassa e sulla liquidità.....	60
2.3.2 Effetti a lungo termine sulla struttura finanziaria e sulla crescita.....	65
2.3.3 Effetti della bancarotta nelle operazioni di LBO.....	68
2.4 Riflessioni e considerazioni personali sulle implicazioni finanziarie e gestionali	71
Capitolo 3: Implicazioni operative delle operazioni di leverage buy-out	74
3.1. Impatto delle LBO sulle strategie operative e di gestione delle aziende coinvolte	75
3.1.1. Riorientamento delle Strategie Operative.....	75
3.1.2. Revisione dei Modelli di Business e delle Operazioni.....	79
3.1.3. Sviluppo delle Capacità Manageriali e Organizzative.....	83
3.2. Effetti sulle decisioni di investimento, struttura del capitale e politiche di dividendi	88
3.2.1. Influenza sulle decisioni di reinvestimento e razionalizzazione delle attività.....	88
3.2.2. Impatto delle LBO sulle strategie di deleveraging e ristrutturazione del debito.....	92
3.2.3. Modifiche delle politiche di dividendi post-LBO ed impatti sugli azionisti minoritari.....	95
Capitolo 4: Caso studio LBO di Wm Morrison Supermarkets PLC da parte di CD&R	100
4.1. Contesto dell'acquisizione	101
4.1.1. Storia e posizionamento di Morrison nel mercato al dettaglio del Regno Unito.....	101
4.1.2. Motivazioni strategiche di CD&R per l'acquisizione di Morrison.....	106
4.2. Struttura del debito e garanzie offerte	111
4.3. Impatti post-acquisizione	114
4.3.1. Effetti immediati sull'operatività e la struttura finanziaria di Morrison.....	114
4.3.2. Ristrutturazione aziendale e sinergie operative.....	120
4.4. Risultati a lungo termine e valutazione critica	126
4.4.1. Performance economico-finanziaria post-acquisizione.....	126
4.4.2. Analisi dell'Ebitda, gestione dei flussi di cassa e capitale umano.....	135
4.4.3. Impatti sociali ed etici dell'operazione.....	143
CONCLUSIONI	150
BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA	154

Introduzione

Il Leverage Buy-Out rappresenta uno degli strumenti finanziari più trasformativi e potenti nell'intero panorama delle acquisizioni aziendali. Questo tipo di operazioni agevola l'acquisizione di aziende, anche di notevoli dimensioni, e al contempo ne stimola un'ampia riorganizzazione, portando ad un profondo cambiamento delle strutture finanziarie ed operative delle stesse. Questa tesi si propone di analizzare in modo approfondito le operazioni di LBO, all'inizio utilizzando come base teorica la letteratura accademica presente, per poi verificarne l'applicabilità effettiva attraverso l'analisi di un case study.

La tesi è stata suddivisa in due parti principali. La prima, che si sviluppa attorno ai capitoli 1, 2 e 3, si pone l'obiettivo di fungere da base teorica ed analitica complessiva dell'argomento, introducendo il concetto di LBO, esaminandone le origini storiche, nonché approfondendo gli aspetti finanziari, quali: fonti di finanziamento utilizzate, impatto sui rendimenti aziendali e sulle politiche finanziarie, influenza sulla gestione ed effetti sulle politiche di distribuzione dei dividendi. La seconda parte della tesi, che viene sviluppata nel capitolo 4, è composta dall'analisi di un case study effettuato sull'acquisizione di Wm Morrison PLC da parte del fondo CD&R. Questa è la parte core della tesi, poiché analizza l'operazione alla luce delle considerazioni teoriche fatte nei precedenti capitoli, verificando se le dinamiche, le sfide e gli obiettivi di queste operazioni emersi dall'analisi della letteratura si possono riscontrare in un caso reale di LBO.

L'obiettivo finale dell'elaborato è quindi duplice: da un lato, fornire una panoramica teorica delle LBO e delle implicazioni che esse comportano; dall'altro, verificare mediante un case study, che i principali aspetti, sfide e strategie che emergono dall'analisi teorica trovino riscontro nella realtà di un'acquisizione. Il case study permetterà analisi dei principali indicatori economico-finanziari e delle performance generali dell'azienda nel periodo post-LBO.

Concludendo, questo elaborato si pone l'obiettivo di fornire al lettore la risposta alla domanda: i concetti principali e le implicazioni economico-finanziarie delle LBO, descritti nella letteratura e analizzati nei primi tre capitoli, trovano un'effettiva conferma in un caso reale? Mediante il caso dell'LBO che ha coinvolto Wm Morrison PLC, cercando di depurare i dati dagli effetti distorsivi del Covid19, si cercherà di fornire una risposta concreta a questo interrogativo.

CAPITOLO 1: Evoluzione, concetti chiave e rilevanza nell'economia globale delle LBO

In questo capitolo esploriamo le operazioni di Leverage Buy-Out, uno strumento molto potente ed influente nel panorama delle acquisizioni aziendali. Attraverso un'analisi approfondita, il capitolo si propone di chiarire il ruolo delle LBO nell'economia globale e nei contesti aziendali specifici, non dimenticando l'aspetto evolutivo che le ha caratterizzate durante il ventesimo secolo. Tale analisi punta ad evidenziare come questo tipo di operazioni non solo facilitino l'acquisizione di aziende, anche di grandi dimensioni, ma modellino anche strategie e strutture aziendali in maniera significativa.

Il primo paragrafo del capitolo si concentra principalmente sulla definizione dei concetti di "leverage" e di "buy-out" e sulla contestualizzazione storica e strategica delle LBO. Tracciando e commentando la loro evoluzione dagli inizi del ventesimo secolo fino all'odierna centralità nel settore delle fusioni e acquisizioni. Verrà esplorato come le LBO si siano evolute in risposta a diverse dinamiche di mercato, innovazioni finanziarie e cambiamenti regolamentari.

Il secondo paragrafo approfondisce le caratteristiche che distinguono le LBO dalle altre operazioni di acquisizione, analizzando quale sia stato il loro impatto sull'architettura finanziaria globale e sulla trasformazione delle aziende coinvolte in questo tipo di operazioni. Viene poi effettuata un'analisi dei ruoli degli attori principalmente coinvolti, come i finanziatori e i fondi di private equity. Il capitolo si propone, inoltre, di spiegare come le interazioni tra questi soggetti influenzino il successo e la strutturazione delle operazioni di LBO, sottolineando l'importanza di una gestione strategica precisa e attenta.

Gli argomenti trattati in questo capitolo mirano a fornire una base solida per comprendere la complessità e la portata delle LBO, preparando il lettore per un'analisi più approfondita di quelli che sono i loro impatti economici e strategici nei capitoli successivi della tesi.

1.1 Contestualizzazione delle operazioni di leverage buy-out nell'ambito finanziario e aziendale.

Le operazioni di Leverage Buy-Out rappresentano uno degli strumenti finanziari di acquisizione più significativi e trasformativi presenti nell'attuale panorama aziendale e finanziario a livello globale. Attraverso l'utilizzo massiccio del debito, queste operazioni facilitano non solo l'acquisizione di aziende, anche di dimensioni imponenti, ma ne trasformano profondamente struttura organizzativa e piani strategici, incidendo pesantemente sulle dinamiche di interi settori economici.

1.1.1 Definizione di leva finanziaria e buy-out

Nel contesto delle LBO, la comprensione del significato di leva finanziaria e buy-out è di primaria importanza per poter analizzare le strategie di acquisizione e crescita aziendale che, in questo ambito vengono perpetrate. Questa sezione si occupa di definire questi concetti chiave e di esplorare le loro possibili implicazioni sia a livello teorico che pratico.

La leva finanziaria può essere definita come l'utilizzo di capitale di debito al fine di aumentare la propria capacità di investimento e, se necessario, finanziare le operations aziendali. In termini puramente economici, la leva finanziaria è spesso identificata come il rapporto tra debito e capitale proprio o di puro rischio (debt-to-equity ratio), questa è una misura che segnala quanto capitale di debito un'entità economica ha utilizzato per finanziare i propri asset rispetto al capitale proprio. "Leverage increases business risk but can also increase the return to shareholders if managed properly." (Brealey, Myers & Allen, 2011)¹. Con questa frase Brealey, Myers e Allen mettono in luce un primo aspetto nell'utilizzo del leverage. La dualità evidenziata riflette il trade-off tra rischio e rendimento, un concetto di primaria importanza nelle decisioni di finanziamento. Il Leverage, infatti, rappresenta un aspetto centrale nella gestione finanziaria delle imprese. La sua definizione, come già menzionato, si riferisce all'utilizzo di debito per poter finanziare le attività aziendali, con l'obiettivo di aumentare i potenziali rendimenti sugli investimenti fatti con il capitale proprio.

¹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin.

Per poter comprendere pienamente la dualità della leva finanziaria, è necessario esplorare le teorie di Modigliani e Miller, che rivestono un ruolo di significativa importanza nella moderna teoria della finanza aziendale. Nel 1958, Franco Modigliani e Merton Miller pubblicarono un articolo che avrebbe rivoluzionato il comune pensiero teorico sulla struttura del capitale nelle aziende. La base della loro teoria evidenzia come, in un mercato perfetto, senza tasse e costi del fallimento, il valore aziendale non venga influenzato dalla struttura del capitale della stessa. Ciò significa che il valore di un'azienda è determinato solamente dai suoi attivi reali e non da come essi vengono finanziati, il focus sulla ricerca del valore deve spostarsi, quindi, sulla parte sinistra dello stato patrimoniale. Tuttavia, i due premi Nobel già a loro tempo riconobbero anche come il mondo reale si discostasse significativamente dalle condizioni ideali del loro modello teorico. Pertanto, con successivi articoli, estesero la loro analisi includendo gli effetti della tassazione e altri fattori di mercato come i costi del financial distress, giungendo alla conclusione che, tolte le assunzioni di base, il Leverage può effettivamente incrementare il valore di un'azienda grazie allo "scudo fiscale" offerto dagli interessi passivi, quando deducibili. Di conseguenza, in presenza della tassazione, un aumento del Leverage può ridurre l'onere fiscale complessivo dell'azienda e aumentare i ritorni sul capitale proprio.

L'utilizzo della leva finanziaria può, quindi, portare diversi benefici. Uno dei maggiori aspetti positivi è l'effetto di amplificare i rendimenti: quando i fondi presi a prestito vengono impiegati in investimenti che generano un rendimento superiore al costo del debito, il surplus di rendimento va direttamente a beneficio portatori di equity. Questo può significare un aumento significativo dei profitti per azione e, di conseguenza, del valore distribuito agli azionisti. Un altro vantaggio è la, già citata, deducibilità fiscale degli interessi sul capitale di debito. Questo effetto, che viene definito "scudo fiscale", aumenta la capacità di generare flussi di cassa dopo le tasse, portando ad un aumento della liquidità disponibile, che potrà essere utilizzata per ulteriori investimenti o per il ritorno di capitale agli azionisti.

Nonostante i numerosi benefici associati all'uso del Leverage benefici, il suo utilizzo comporta anche significativi rischi. Il principale è quello di insolvenza: l'impiego di elevati livelli di debito comporta un aumento degli obblighi finanziari fissi di un'azienda, il che può risultare pericoloso, soprattutto in periodi di calo delle vendite, di contrazione economica oppure in caso di shock economici improvvisi. Le aziende con un elevato livello di debito possono, anche in presenza di un mercato stabile, trovarsi in difficoltà a coprire gli interessi e i rimborsi del debito contratto, soprattutto se gli investimenti fatti con i fondi presi a prestito non generano i rendimenti attesi.

Inoltre, un alto livello di debito può essere limitante, in termini di flessibilità operativa di un'azienda. I creditori, infatti, spesso adottano molteplici misure a tutela dei loro prestiti come covenants o restrizioni, ed essi possono limitare in maniera importante le capacità decisionali della gestione, influenzando possibili scelte strategiche future come fusioni, acquisizioni, o investimenti in ricerca e sviluppo. Il Leverage è uno strumento finanziario importante e potente ma, se non usato adeguatamente, può rivelarsi a doppio taglio. La teoria di Modigliani e Miller propone un quadro di riferimento importante per comprendere come l'utilizzo del debito possa influenzare il valore aziendale e la redditività. Tuttavia, una gestione prudente di questo strumento è di fondamentale importanza al fine di sfruttarne i benefici, minimizzarne al contempo i rischi associati. La principale sfida per i manager è, quindi, quella di saper bilanciare saggiamente l'utilizzo del debito, ottimizzando il valore per gli azionisti senza mettere a rischio la stabilità finanziaria dell'azienda.

Un buy-out può essere definito come un tipo di operazione finanziaria che si verifica quando una società o un fondo di private equity acquista una quota significativa o la totalità delle azioni di un'azienda definita "Target", assumendo il controllo della stessa. I Buy-Outs possono essere categorizzati in vari modi in base alla tipologia delle parti coinvolte e della struttura dell'acquisizione. Il termine "buy-out" assume una rilevanza significativa nel contesto delle operazioni di Leveraged Buy-Out, dove l'acquisto del controllo di un'azienda viene finanziato in larga parte mediante l'utilizzo di debito. L'acquisizione della quota significativa o della totalità delle azioni della società target viene perpetrata al fine di ottenerne il controllo gestionale e decisionale. Questa operazione può essere effettuata da vari soggetti, inclusi i manager aziendali, gruppi di investitori esterni, o una combinazione delle varie categorie. Il concetto di Buy-Out è spesso associato a diversi tipi di acquisizioni, che si differenziano tra loro principalmente per la categoria a cui appartiene il soggetto che effettua la parte di acquisizione. Un esempio particolare di Buy-Out è il Management Buy-Out (MBO), in cui i vertici aziendali acquistano una parte significativa o la totalità delle azioni della società, frequentemente utilizzando la maggior parte dei fondi presi a prestito, per finanziare l'operazione. Questi tipi di Leverage Buy-Out sono particolarmente interessanti, in quanto, essi implicano che gli acquirenti posseggano una profonda conoscenza dell'azienda al momento dell'acquisto. Essi, infatti, sono spesso motivati da una visione di lungo termine per l'azienda e un interesse personale nel suo successo. Secondo Kaplan e Strömberg (2009), "state that 'MBOs allow managers to focus on long-term objectives without the immediate pressure of the stock market but raise issues concerning conflicts of

interest and fair valuation”². Ad ogni modo, il Leveraged Buy-Out, risulta essere una delle forme più intense di buy-out. Essa, infatti, prevede un elevato utilizzo di debito per finanziare ed effettuare l'acquisto. In un tipico LBO, il debito costituisce una quota predominante del finanziamento complessivo, mentre il capitale proprio fornito dagli acquirenti rimane relativamente limitato. Questo tipo di struttura consente di massimizzare i potenziali ritorni sull'investimento del capitale proprio utilizzato, poiché i rendimenti generati dall'azienda dovrebbero, idealmente, riuscire a superare i costi del debito impiegato. La strategia che porta allo sviluppo di un LBO è spesso guidata dalla convinzione che l'azienda acquisita possa essere gestita maniera più efficiente, riuscendo a generare flussi di cassa sufficienti per coprire i servizi del debito e, alla fine, per rimborsare il debito stesso, spesso attraverso una ristrutturazione delle operazioni esistenti o mediante la vendita di alcuni asset non essenziali. "Leveraged buyouts have the ability to fundamentally transform the operations of the target company" (Kaplan & Strömberg, 2009)³. Questa trasformazione può, al contempo, comportare imponenti ristrutturazioni interne, dismissioni di asset non strategici e cambiamenti operativi mirati a migliorare l'efficienza e il ritorno sull'investimento. Questo processo di trasformazione interna viene sviluppato con il fine di poter ottenere un significativo incremento del valore aziendale, generando così un beneficio soddisfacente per gli investitori che hanno finanziato l'operazione. Le modalità attraverso cui possono essere realizzate questo tipo di operazioni sono diverse, ognuna è caratterizzata da dinamiche e sfide differenti. Oltre ai già nominati Management Buy-Out (MBO) e Leveraged Buy-Out (LBO), vi sono anche i Management Buy-In (MBI), dove un esterno, spesso un team di manager, acquista l'azienda. Inoltre, i Buy-Ins Management Buy-Out (BIMBO) combinano elementi degli MBO e degli MBI, con nuovi manager che si uniscono al gruppo esistente per acquistare l'azienda. Le varie forme di buy-out tendono ad influenzare non solo la transizione di proprietà ma anche le strategie aziendali future, dal momento che, ciascun tipo di Buy-Out, porta con sé un livello diverso di cambiamento nella gestione societaria e nella visione strategica d'insieme. Nonostante il guadagno potenziale dei buy-out, essi comportano

² Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

³ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

anche molti rischi significativi. L'alto livello di debito può mettere l'azienda in una posizione vulnerabile, specialmente se l'atteso miglioramento delle prestazioni aziendali non dovesse avvenire come previsto. Inoltre, la pressione debitoria potrebbe costringere i vertici aziendali a focalizzarsi in maniera eccessiva sulla generazione di flussi di cassa a breve termine a scapito degli investimenti a lungo termine e dell'innovazione, e ciò potrebbe limitare o, nel peggiore dei casi, anche compromettere le prospettive future dell'azienda e il suo going to concern. Ogni forma e tipo di finanziamento genera implicazioni significative sulla struttura del capitale e sulla performance dell'azienda oggetto di LBO. Questa forte interdipendenza tra la struttura del finanziamento e le performance aziendali potenziali e future richiede, pertanto, un'attenta valutazione, analisi e gestione del rischio finanziario ex ante. In sintesi, il Buy-Out è una strategia di acquisizione aziendale complessa che richiede un'accurata valutazione dei rischi e un'attenta pianificazione delle strategie. La decisione di procedere con un Buy-Out deve tenere conto non solo del potenziale di miglioramento dell'efficienza aziendale e di incremento dell'Enterprise Value, ma anche della sostenibilità per quanto riguarda la struttura di capitale, con un focus particolare sul livello di debito assunto e l'impatto che esso può generare nel lungo periodo sulla stabilità finanziaria e operativa dell'azienda. "An excessive level of debt can lead to a higher probability of default, especially in times of economic volatility." (Altman, 1984)⁴. Questo equilibrio tra opportunità e rischi deve essere ponderato e gestito con prudenza per garantire il successo complessivo dell'operazione.

1.1.2 L'evoluzione storica delle operazioni di leverage buy-out

L'operazione di Leverage Buy-Out è una strategia di acquisizione aziendale che ha lasciato un'impronta indelebile nel tessuto del mondo finanziario e aziendale, contribuendo largamente alla sua evoluzione nel tempo e alla sua trasformazione in quello odierno e a noi familiare. Questo tipo di operazioni, che impiegano grandi quantità di debito e prestiti sostanziali per acquistare un'altra impresa, sfruttano i beni e gli asset della società acquisita come collaterale dell'elevato debito assunto. Nonostante il termine LBO sia entrato prepotentemente nel lessico finanziario

⁴ Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. The Journal of Finance, 39(4), 1067-1089.

comune solo all'inizio degli anni '80, durante un periodo di attività frenetica e di grandi acquisizioni spettacolari, la pratica di acquistare aziende attraverso un utilizzo intensivo, e a volte smodato, di debito ha radici ben più profonde e che risalgono a molti decenni prima. Attraverso questa sezione si vuole tracciare un percorso che possa esplorare l'ascesa e la diffusione delle LBOs, ma anche il loro impatto complessivo sull'economia globale, evidenziando come diversi fattori intervenuti nel corso degli anni ad esempio strategie, regolamenti, e cicli economici abbiano plasmato la loro evoluzione.

Le operazioni di LBO, nel corso dei decenni, sono state sia lodate ed esaltate per la loro capacità di trasformare aziende in buono stato di salute ma sottoperformanti in entità efficienti e redditizie, sia criticate come esempi di eccessi speculativi e rischiosi, vere e proprie incarnazioni di un mondo finanziario a cui non importa di niente e nessuno, se non del profitto⁵. L'evoluzione di questo tipo di strategia finanziaria è legata a doppio filo allo sviluppo del mercato dei capitali nel corso del ventesimo secolo, alle innovazioni nell'ambito degli strumenti finanziari e di debito, e ai cambiamenti susseguitisi nel tempo della regolamentazione economica e finanziaria. Il Background storico delle LBO offre un frame unico sulle dinamiche del potere aziendale, sull'innovazione finanziaria, e sugli effetti della regolamentazione e delle politiche economiche.

Le operazioni di Leveraged Buy-Out hanno le loro radici storiche in un periodo di transizione economica, quando le aziende erano alla continua ricerca di metodi per poter facilitare la crescita e il rinnovamento. Le prime forme di acquisizioni assimilabili ad un LBO risalgono alle prime due decadi del ventesimo secolo, un'epoca in cui la spinta economica portava le strutture finanziarie e le pratiche aziendali a diventare più complesse. In questo contesto, le aziende iniziarono a sperimentare acquisizioni aziendali con modalità e strutture che utilizzavano il debito come strumento primario di finanziamento, sebbene il termine "Leveraged Buy-Out" non fosse ancora stato coniato.

Inizialmente questo tipo di operazioni non erano caratterizzate dalla sofisticazione e strutturazione delle moderne LBO, ma piuttosto da tentativi, che si possono definire più rudimentali, di utilizzare l'opzione debitoria come base per ottenere il controllo di altre imprese. Un esempio storico significativo si trova nelle pratiche di acquisizione utilizzate dai cosiddetti "baroni delle ferrovie" e dai primi magnati dell'acciaio, che spesso ricorrevano a forme complesse di finanziamento per espandere i loro imperi industriali, trasformandoli in conglomerati. Anche

⁵ Jensen, Michael C. The Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, vol. 67, no. 5, 1989, pp. 61-74.

se queste manovre non erano classificate come LBO, le strategie utilizzate includono elementi che stanno alla base e prefigurano le moderne acquisizioni, come: utilizzo di grandi quantità di debito, ristrutturazione ed efficientamento delle aziende acquisite, focalizzazione su una rapida crescita e consolidamento al fine di poter poi effettuare un efficace remunerazione dei debitori⁶.

Il periodo post-bellico vide una crescita sostanziale nell'utilizzo del debito per finanziare le acquisizioni, d'altronde il mercato dei Bond, anche se soprattutto quelli governativi, aveva avuto un rapido sviluppo ed una vertiginosa espansione durante la guerra, ai fini del suo sostenimento. Negli anni '50 e '60, con il boom economico che seguì la Seconda Guerra Mondiale, ci fu un aumento significativo di operazioni come fusioni e acquisizioni. Durante questi anni, il mercato del credito divenne più liquido ed accessibile; volò di ciò furono le banche che iniziarono a offrire prodotti finanziari innovativi che facilitavano l'acquisto di aziende con capitali limitati. Le LBOs in questo periodo erano spesso utilizzate da manager interni e grosse famiglie imprenditoriali che mediante questo tipo di operazioni desideravano acquisire pieno controllo delle aziende senza diluire il proprio patrimonio azionario.

Punto focale nella storia delle LBO sono i primi anni '70, quando a seguito della crisi petrolifera e le successive fluttuazioni economiche si crearono, come spesso accade in periodi di alta volatilità, nuove opportunità e sfide. Fu, quindi, in questo contesto, che le LBOs cominciarono a essere viste come un modo efficace per rendere più efficienti le aziende sotto marginanti o in difficoltà. Gli investitori iniziarono a riconoscere il potenziale di utilizzare grandi quantità di debito non solo per finanziare l'acquisizione o l'aumento del controllo di una società, ma anche come leva per costringere una gestione più rigorosa e una maggiore disciplina finanziaria nelle aziende target. È infatti, all'inizio degli anni 70' che diversi economisti inizieranno ad analizzare in modo approfondito come le strutture di proprietà influenzano i dirigenti nei loro comportamenti e come questo può influire sulla performance aziendale.

Questi sviluppi gettarono le basi per l'adozione più ampia delle LBOs negli anni '80, quando la pratica divenne estremamente più diffusa e si consolidò come uno dei pilastri della moderna corporate finance. Nel corso degli anni, l'accumulo continuo di esperienze dimostra come le operazioni di Leverage Buy-Out siano state il risultato di un'evoluzione graduale e progressiva

⁶ Kaplan, S. N., & Schoar, A. Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 2005, 60(4), 1791-1823.

delle pratiche di acquisizione precedenti che ha richiesto diverso tempo per perfezionarsi, e come esse siano state largamente influenzate da cambiamenti economici, innovazioni degli strumenti finanziari e da una crescente accettazione del rischio nel mondo aziendale.

Durante gli anni '80, il fenomeno delle LBOs raggiunse, per la finanza aziendale, un'importanza che mai aveva avuto prima, trasformandosi in breve tempo nella tipologia di operazione finanziaria prevalente e caratterizzante dell'epoca. Questo è il decennio che spesso viene definito come "l'età d'oro" delle LBO, ovvero un periodo in cui, sotto la spinta dei propri investitori, gli ormai grandi e strutturati fondi di private equity, armati di un accesso incredibilmente facile e senza precedenti, in termini di quantità, a fondi a basso costo, eseguirono una serie di acquisizioni con dimensioni e complessità mai viste prima. La somma di queste condizioni economiche favorevoli, inclusa una regolamentazione che era stata da poco allentata e un mercato del debito liquido ed estremamente permissivo, funsero da ambiente ideale per la crescita esponenziale di questo tipo di operazioni⁷.

Il mercato del debito di quegli anni era caratterizzato da una generosa disponibilità, che facilitava l'acquisizione di aziende con l'utilizzo dell'apporto di una sola frazione di capitale proprio. Questo clima ha, quindi, permesso a molti fondi di private equity di realizzare ingenti profitti mediante l'implementazione di questo tipo di operazioni, anche se ciò spesso implicava rischio finanziario molto elevato. "LBOs became symbols of a go-go era, an age of financial excess, where debt was not merely a tool, but a strategy." (Burrough e Helyar, 1990)⁸.

L'LBO di RJR Nabisco da parte di KKR per 25 miliardi di dollari risulta essere uno degli esempi più emblematici e caratteristici di questo periodo. L'operazione non solo stabilì un record per le sue dimensioni, ma anche per la complessità e l'aggressività delle tecniche impiegate al fine di finanziare e portare a termine un'operazione di tale grandezza.

Questa epoca vide anche la nascita di una crescente critica verso le LBO, soprattutto per quanto riguardava le implicazioni di lungo termine per le aziende oggetto di queste operazioni e per i loro dipendenti che, nel bene e nel male, ne venivano coinvolti⁹. Nonostante le LBO fossero

⁷ Jensen, Michael C. The Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, vol. 67, no. 5, 1989, pp. 61-74.

⁸ Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. Harper & Row.

solitamente esaltate per la loro effettiva capacità di migliorare l'efficienza e di stimolare un rinnovamento aziendale di cui spesso si credeva ci fosse bisogno, vi erano anche crescenti preoccupazioni riguardo la sostenibilità di un modello di business che, spesso, lasciava le aziende con livelli estremamente elevati e a volte insostenibili di debito, temendo poi che il conto finale ricadesse sui contribuenti. "Criticism of LBOs focused on their impact on workers and on corporate sustainability, with many companies struggling to manage their debt burden in the long term" (Jensen, 1989)¹⁰.

La corsa euforica alle LBO non durò a lungo. Alla fine del decennio, il clima economico che tanto aveva favorito questo tipo di operazioni cominciò a cambiare. L'inasprimento progressivo della regolamentazione finanziaria dopo anni di allentamenti e una serie di crisi economiche dovute alle politiche estremamente restrittive utilizzate dalla Fed per combattere la crisi del petrolio, minarono la stabilità del modello di LBO. Il crack del mercato azionario verso la fine del 1987, che sarà poi noto come "lunedì nero", funse da enorme campanello d'allarme che segnalò come un sistema finanziario in sovraccarico di debiti si dimostrava estremamente vulnerabile. Questo evento stimolò una maggiore cautela del mercato del debito nell'effettuare prestiti elevati e ad una revisione del ruolo che le LBO avevano in breve tempo assunto nell'economia. Gli anni '80 sono un periodo di studio fondamentale per comprendere l'avvento e la maturazione delle operazioni di LBO. L'analisi di questo decennio fa comprendere non solo le dinamiche del mercato del debito ma anche l'interazione tra finanza e strategia aziendale. La storia delle LBO di questi anni è una testimonianza di come gli strumenti finanziari riescano ad influenzare in modo profondo la struttura e le strategie aziendali, riflettendo e modellando al contempo le tendenze economiche più ampie.

Dopo l'esplosione delle LBO negli anni '80, il panorama normativo e di mercato ha subito importanti e generalizzate trasformazioni, che hanno modellato lo sviluppo futuro delle LBO. Nel fine degli anni '80 e l'inizio dei '90 l'economia fu segnata da un'ondata di nuove regolamentazioni e da un complessivo riorientamento degli atteggiamenti nei confronti del debito e delle pratiche finanziarie aggressive che avevano caratterizzato gli anni precedenti. Questi cambiamenti possono essere interpretati come una risposta diretta ai fallimenti spettacolari di alcune grandi

⁹ Kaplan, S. N., & Schoar, A. Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 2005, 60(4), 1791-1823.

¹⁰ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

LBO avvenute negli anni ottanta e ai vasti problemi economici che emersero durante questo periodo di tempo.

Le diverse crisi finanziarie, tra cui quella del risparmio e del prestito negli Stati Uniti, hanno portato ad un esame critico delle pratiche di prestito ed indebitamento, evidenziando come si rendesse più che mai necessaria una maggiore supervisione del sistema finanziario da parte degli organi di controllo. In risposta a ciò, il Congresso americano ha promulgato il Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA) nel 1989, con cui mirava a rafforzare la regolamentazione del settore bancario e il mercato del debito. Questo atto includeva disposizioni per aumentare la supervisione degli organi di controllo sulle banche, con particolare riguardo alle pratiche che potevano indurre le banche ed istituzioni finanziarie a sostenere rischi eccessivi come sottolinea James R. Barth: "The FIRREA represented a paradigm shift in financial regulation, focusing not just on solvency but also on the quality of financial practices,"¹¹.

La crescente preoccupazione della politica e delle istituzioni per il debito eccessivo e il rischio finanziario ha portato anche alla revisione di diverse pratiche per la valutazione del credito e per il rafforzamento dei requisiti di capitale delle banche. Queste modifiche hanno progressivamente reso sempre più difficile per i grandi fondi di private equity riuscire a finanziare LBO con alti livelli di debito, spingendoli, quindi, a cercare fonti alternative di finanziamento o a strutturare le operazioni in modo diverso e più conservativo.

Parallelamente a questi corposi cambiamenti regolamentari, il mercato ha subito anche una importante trasformazione delle dinamiche di investimento e nei modelli di business delle società di private equity. Un simile approccio si riscontra anche negli investitori, i quali, nel valutare gli investimenti, sono diventati più cauti, ponendo una maggiore enfasi sulla sostenibilità del debito e sulla generazione di valore nel lungo periodo come osserva Josh Lerner nel suo libro sull'evoluzione del private equity "Investors started to demand more than just financial engineering; they wanted companies that could generate sustainable operational improvements"¹². Questa evoluzione ha portato ad una importante ed approfondita revisione

¹¹ Barth, J. R. (2009). The rise and fall of the U.S. mortgage and credit markets: A comprehensive analysis of the market meltdown. John Wiley & Sons.

¹² Lerner, J. (2012). The architecture of innovation: The economics of creative organizations. Harvard Business Press.

delle strategie e dei modelli di LBO, con un focus maggiore sull'efficienza operativa, sulle sinergie post-acquisizione e sul valore creato nel lungo periodo.

In questo stravolto contesto normativo e di mercato, le LBO hanno dovuto adattarsi per poter sopravvivere e prosperare. I cambiamenti regolamentari hanno spinto progressivamente le società di private equity a diversificare le loro strategie, spesso cercando opportunità in mercati dove la regolamentazione era meno presente o in settori dove le barriere regolamentari erano meno onerose ed impermeabili. Questi cambiamenti hanno segnato un'evoluzione significativa nell'approccio alle operazioni di Leverage Buy-Out, spostando l'enfasi dall'uso aggressivo ed imponente del debito verso un approccio più bilanciato e sostenibile diretto alla creazione di valore.

Nei primi anni duemila, il panorama delle operazioni di Leveraged Buy-Out non ha smesso di evolversi, cercando di adattarsi da un ambiente economico e soprattutto tecnologico in vertiginoso cambiamento. Questa fase più recente è stata caratterizzata da una dirompente informatizzazione, da un'adozione più ampia della tecnologia e dall'innovazione nei principali processi di valutazione e gestione delle aziende target. Vi è, inoltre, un crescente sviluppo dell'attenzione verso l'impatto sociale e soprattutto ambientale delle attività di investimento che ha influenzato in modo significativo le pratiche delle istituzioni finanziarie e dei fondi di private equity.

L'avvento, nel mondo finanziario, delle tecnologie digitali ha reso obsoleti i metodi tradizionali di valutazione delle imprese e di gestione post-acquisizione. L'integrazione di grandi quantità di dati con l'analisi avanzata consente ora agli investitori di essere in grado di identificare e quantificare rischi e opportunità che prima erano difficili da valutare ed analizzare. Questi strumenti, mediante l'elaborazione di immense quantità di dati, non solo migliorano l'accuratezza e la precisione delle valutazioni, ma possono anche facilitarne anche l'interpretazione e l'elaborazione, al fine di una gestione più strategica e basata sui dati delle aziende acquisite.

Parallelamente a ciò, vi è stata una crescente pressione da parte del panorama degli investitori e da parte della società civile per far spostare il focus degli operatori finanziari verso l'elaborazione e la pianificazione di investimenti alle tematiche sociali ed ambientali. Questo ha portato molte società e fondi di private equity a dover integrare questo tipo di considerazioni e a dover sottostare a criteri di sostenibilità e responsabilità sociale durante l'elaborazione delle loro decisioni di investimento. Questa recente tendenza verso un investimento più sostenibile è supportata dalla crescente evidenza che pratiche più responsabili possono anche contribuire a

migliorare ed implementare i rendimenti finanziari e valore aziendale, creando quindi ulteriore motivo di spinta verso queste pratiche.

Oltre all'evoluzione tecnologica e all'importanza attribuita al fattore sostenibilità ambientale nelle scelte di investimento e finanziamento, i modelli e le strategie delle LBO stanno anche subendo una crescente diversificazione in termini di strutturazione e composizione del debito, oltre che delle tecniche di exit. Di fronte a un ambiente di tassi di interesse in crescita, dopo anni di tassi stabili e negativi, e ad una maggiore vigilanza regolamentare, le società di private equity stanno esplorando nuove ed innovative strutture di finanziamento al fine di ottenere una maggiore flessibilità e, al contempo, una minore esposizione ai tradizionali rischi associati ad un indebitamento elevato. Questi approcci innovativi includono l'utilizzo di un debito ibrido, ovvero composto da una moltitudine di strumenti diversi, e la sua integrazione con strumenti di copertura finanziaria al fine di garantire una ulteriore protezione degli investimenti dalla volatilità e dalle fluttuazioni del mercato.

Le recenti tendenze e innovazioni nel campo delle LBO riflettono, quindi, una risposta con cui gli attori del panorama finanziario cercano di adattarsi ad un contesto di mercato che risulta essere sia più complesso, che più qualitativamente esigente. Con l'innovazione tecnologica che progressivamente consente lo sviluppo di nuovi strumenti e l'aumento della consapevolezza sociale, etica e morale, le istituzioni finanziarie e le società di private equity sono chiamate a dover garantire una maggiore trasparenza e un approccio più attento nella gestione e pianificazione dei propri investimenti. Queste dinamiche modificano non solo il modo in cui le operazioni di Leverage Buy-Out vengono realizzate, ma anche come il valore viene creato e sostenuto nel lungo termine.

1.2 Caratteristiche distintive delle LBO e ruolo dei diversi soggetti coinvolti.

Nel contesto delle operazioni finanziarie, il Leverage Buy-Out rappresenta una particolare strategia di acquisizione che combina al suo interno elementi di rischio elevato e opportunità di rendimento significativo. Questo paragrafo della tesi analizza in modo approfondito il concetto di LBO, approfondendo le sue dinamiche in termini finanziari, operativi e strategici attraverso tre sotto-paragrafi.

Questa trattazione non solo analizza ed evidenzia le complessità presenti nelle operazioni di Leverage Buy-Out ma cerca di porre anche le basi per comprendere come queste operazioni possano influenzare la gestione operativa e i trend di crescita nel lungo periodo delle aziende coinvolte, un tema che verrà ulteriormente approfondito ed analizzato nei capitoli successivi della tesi.

1.2.1 L'importanza delle operazioni di leverage buy-out nell'economia globale

Le operazioni di LBO, utilizzate per acquisire aziende e società principalmente attraverso l'uso dello strumento debitorio, hanno progressivamente assunto una rilevanza significativa nel sistema finanziario globale. Il loro impiego, come evidenziato al punto precedente, si è diffuso ampiamente dagli anni '80, quando i mercati hanno iniziato a vedere un incremento sostanziale del numero e del volume di questo tipo di transazioni. Esse non sono solo meccanismi di finanziamento, ma strumenti che portano ad una vera e propria trasformazione aziendale, capaci di ristrutturare profondamente le entità economiche coinvolte.

L'impatto delle LBO va oltre la semplice acquisizione aziendale; esse creano e modellano strategie aziendali, riallineano o spostano obiettivi a lungo termine e cambiano interamente le strutture di governance. La loro importanza nell'economia e nella finanza globale si manifesta attraverso il loro potere di mobilitare grandi quantità di capitali, spesso con la collaborazione di importanti banche d'investimento, fondi di private equity e altri intermediari finanziari. La loro capacità di influenzare i settori economici è documentata da numerosi studi, tra cui quello di Jensen (1989), che afferma: "LBOs improve management accountability and operational efficiency through highly structured financial arrangements."¹³

Inoltre, questo tipo di operazioni influenza pesantemente il mercato del lavoro e le politiche di gestione interna delle imprese, apportandovi notevoli cambiamenti. Nonostante, spesso, la percezione di queste operazioni sia considerata negativa, con particolare riguardo alle riduzioni del personale post-acquisizione, molte aziende emergono da un LBO più snelle e competitive, meglio posizionate al fine di poter crescere e prosperare in mercati considerati saturi o estremamente competitivi. In effetti, Kaplan (2008) sostiene che "LBOs often lead to increased investments in capital and R&D, contrary to the popular belief that they strip down their assets."¹⁴ Questo contesto di significativa ristrutturazione e incremento degli investimenti, innescato dalla riuscita di una LBO, gioca un ruolo cruciale non solo nel "going concern" delle aziende coinvolte ma anche nel tessuto economico più ampio che circonda quelle determinata società, contribuendo ad innescare un dinamismo rinnovato nei mercati globali. Le LBO possono, pertanto, essere viste sia come catalizzatori di cambiamento che come specchi delle condizioni economiche predominanti.

La crescita sia del valore che del numero delle LBO nelle ultime due decadi rispecchia non solo il vertiginoso ampliamento del mercato di private equity, ma anche le diverse condizioni economiche che tendono a favorire l'uso del debito grazie alle sue condizioni vantaggiose. In effetti, per quanto concerne al volume delle transazioni, le LBO hanno raggiunto cifre mai viste prima negli ultimi anni, riflettendo una significativa tendenza all'integrazione tra quelli che sono i capitali privati e le strategie aziendali, su scala globale.

Un report della società di consulenza Bain & Company¹⁵ sottolinea come nel 2020 si sia assistito ad un volume di transazioni LBO che hanno superato i 900 miliardi di dollari, si tratta di un aumento significativo rispetto ai decenni precedenti. Questo dato non solo illustra l'ampiezza del fenomeno ma anche la sua centralità in quelle che sono le strategie di crescita e ristrutturazione delle imprese su scala mondiale. L'incremento dell'attività di LBO è, difatti, spesso attribuito alla ricerca di una maggiore efficienza operativa e alla necessità di ristrutturazione in settori

¹³ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. Harvard Business Review, 67(5), 61-74.

¹⁴ Kaplan, S. N. (2008). Are U.S. companies too short-term oriented? Some thoughts. Chicago Booth Research Paper (No. 08-16).

¹⁵ Bain & Company. (2021). Global private equity report 2021. Bain & Company.

tradizionali che richiedono un rinnovamento per rimanere competitivi in un'economia globalizzata. Questa dinamica è confermata da studi come quello di Ivashina e Lerner (2019) che osservano anche come "the surge in leveraged buyouts is associated with periods of low interest rates and abundant liquidity in the financial markets"¹⁶.

Il ruolo delle LBO nel rinnovamento è evidente, grazie al fatto che, durante il loro svolgimento, si tende a promuovere l'innovazione attraverso la progressiva riorganizzazione delle risorse aziendali. Settori come la tecnologia, la farmaceutica e l'industria manifatturiera hanno visto un significativo impatto dalle LBO, con aziende in cui si è riuscito a rivitalizzare l'operatività ed espandere la loro portata di mercato. Secondo Bain & Company le società coinvolte in operazioni di Leverage Buy-Out hanno visto un incremento medio dei ricavi del 10-12% nel primo periodo post-LBO. Inoltre, molte aziende hanno registrato un incremento del 15-18% dei propri utili, che, con il lancio di nuovi prodotti, è cresciuto fino al 25% rispetto al periodo pre-LBO¹⁷. Esempi notevoli includono l'acquisizione di importanti società industriali che sono state trasformate tramite l'implementazione di strategie aggressive di taglio dei costi e di successiva riallocazione delle risorse verso aree più produttive.

L'effetto delle LBO sull'economia globale è talmente rilevante che, come sottolinea un report del World Economic Forum, "LBOs not only transform the companies they acquire but also often lead to broader economic shifts in the regions in which they operate"¹⁸.

Le LBO esercitano un impatto significativo sulle strutture finanziarie delle aziende in esse coinvolte e, allo stesso modo, anche sul mercato del lavoro e sulla capacità di innovazione delle stesse. La natura prepotentemente trasformativa di questo tipo di operazioni si riflette anche nelle modifiche riguardanti la gestione aziendale, che sono spesso accompagnate da una importante riallocazione delle risorse che può, a sua volta, portare a una significativa ristrutturazione quantitativa e qualitativa del personale e degli investimenti in ricerca e sviluppo. La percezione comune è che le LBO portino principalmente a tagli di posti di lavoro, ovvero misure necessarie per ridurre i costi e migliorare l'efficienza finanziaria, ma ciò altro non è che una

¹⁶ Ivashina, V., & Lerner, J. (2019). Patient capital: The challenges and promises of long-term investing. Princeton University Press.

¹⁷ Bain & Company. (2021). Global private equity report 2021. Bain & Company.

¹⁸ World Economic Forum. The Future of Jobs Report 2020. World Economic Forum, 2020.

semplificazione che non tiene conto dell'ampio spettro di effetti che queste operazioni possono avere. Sebbene in alcuni casi le riduzioni di personale siano una realtà inevitabile per certi tipi di aziende, molte di loro, sotto LBO, sperimentano poi una fase di rinnovamento che può portare ad una crescita sostenibile e a nuove e maggiori opportunità di lavoro. Kaplan e Strömberg (2009) hanno evidenziato che "LBOs can act as a catalyst for creating more dynamic and competitive firms, which often leads to long-term employment growth in new areas of innovation."¹⁹

La relazione tra le Operazione di Leverage Buy-Out e l'innovazione è, di fatto, particolarmente stretta e significativa. Le Aziende oggetto di LBO, infatti, tendono a investire in maniera importante su nuove tecnologie e processi, per riuscire a rimanere competitive nel tempo e spesso per aumentare la propria competitività all'interno del settore di appartenenza, al fine di poter rendere sostenibili gli elevati livelli di debito che solitamente vengono assunti. Questo focus sull'innovazione può essere in grado di trasformare intere industrie, spingendo anche le aziende dell'indotto a reinventarsi e ad esplorare nuovi mercati o prodotti, per poter stare al passo dei cambiamenti settoriali.

Le aziende che emergono con successo da un LBO spesso possono diventare leader del mercato, grazie alla promozione di nuove tecnologie e creazione di nuove ed innovative pratiche commerciali, influenzando non solo i propri trend di crescita, ma anche l'ecosistema economico più ampio che vi gira attorno. È essenziale riconoscere, quindi, come le LBO possano presentare sfide significative, specialmente nel breve periodo, ma il loro potenziale impatto sull'innovazione e sullo sviluppo di settori consolidati o nuovi settori possa contribuire in maniera largamente positiva alla crescita economica complessiva e all'evoluzione del mercato del lavoro.

Concludendo, è chiaro come le operazioni di Leveraged Buy-Out abbiano un ruolo dinamico e di grande importanza all'interno dell'economia globale. Non si tratta, pertanto, di transazioni meramente finanziarie ma di catalizzatori di profondi cambiamenti all'interno e all'esterno delle aziende e, quindi, anche nei mercati in cui esse operano. Attraverso la ristrutturazione operativa e il riallineamento strategico, le LBO possono trasformare imprese in difficoltà o che non marginano a sufficienza in entità economiche più efficienti e competitive, incidendo positivamente su innovazione e crescita a lungo termine, generando quindi valore.

¹⁹ Kaplan, Steven N., and Per Strömberg. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, no. 1, 2009, pp. 121-146.

In sintesi, le LBO rappresentano un elemento estremamente importante nel tessuto economico moderno, agendo sia come meccanismi attraverso cui le inefficienze vengono identificate e corrette, che come pratiche dove l'innovazione e le opportunità di crescita possono essere massimizzate. La loro capacità di essere in grado di influenzare positivamente aspetti rilevanti come innovazione, competitività ed efficienza economica le rende strumenti importanti e necessari nella gestione e trasformazione aziendale su scala globale. Nonostante le molteplici critiche che vengono mosse vero questo tipo di operazioni e le diverse sfide nella loro attuazione, il ruolo delle LBO nel plasmare il futuro economico è indiscutibile.

1.2.2 Caratteristiche distintive delle operazioni di leverage buy-out

Le LBO rappresentano un tipo di operazione finanziaria particolare, utilizzata solitamente da fondi di private equity per acquisire aziende, usando un'elevata percentuale di debito finanziario (leverage) rispetto al capitale proprio (equity). Questo metodo di acquisizione si distingue significativamente da altre modalità di buy-out o acquisizioni aziendali per una serie di caratteristiche che lo differenziano da queste ultime.

Una delle prime caratteristiche peculiari riguarda, come già più volte evidenziato, la struttura finanziaria di questo tipo di operazioni, che si distinguono in modo netto da altre forme di acquisizione per un ricorso intensivo all'uso del debito. Nelle LBO, il finanziamento è, pertanto, largamente composto da debito, con il capitale di rischio o equity che rappresenta solo una frazione minore rispetto al totale dei fondi che sono necessari per la riuscita dell'operazione. Questo tipo di composizione, infatti, consente ai fondi di private equity di poter amplificare i rendimenti potenziali sull'investimento in equity ma, al contempo, introduce anche una significativamente elevata dimensione di rischio.

Tale ammontare di debito, come verrà sufficientemente approfondito nei capitoli successivi, è generalmente fornito mediante una combinazione di prestiti bancari ed emissioni di obbligazioni, solitamente non a breve termine. I prestiti effettuati dalle banche, o come spesso vengono identificati "debito senior", risultano essere i più sicuri tra i finanziamenti in quanto, in caso di default, hanno priorità di rimborso sulle altre forme di debito, e di conseguenza, avendo un rischio relativamente minore, presentano i tassi di interesse meno elevati rispetto alle altre forme di debito utilizzate. Rientrano tra le forme debitorie generalmente utilizzate in questo tipo di

operazioni anche i debiti mezzanini e le obbligazioni ad alto rendimento, o come spesso vengono chiamate “junk bonds”, essi, contrariamente ai debiti bancari, offrono rendimenti più elevati ai creditori, riflettendo un rischio maggiore.

La composizione del pacchetto di finanziamento dev'essere attentamente calibrata per poter ottimizzare il rapporto tra rischio e rendimento.

Come spiegato in precedenza, il debito in una LBO viene strutturato su diversi livelli, in ogni livello è presente una tipologia di debito e ogni tipo di debito ha condizioni di prestito, priorità di rimborso e livelli di rischio differenti. Operare con una stratificazione del debito di questo tipo, aumenta notevolmente la complessità delle operazioni di LBO e, ovviamente, la successiva gestione finanziaria deve necessariamente essere molto attenta e sofisticata. Tuttavia, il rischio di default per questo tipo di operazioni resta significativo, in quanto, un elevato onere del debito può portare l'azienda ad essere particolarmente vulnerabile a shock economici o a cali, anche temporanei, delle prestazioni e delle marginalità, generando difficoltà finanziarie o anche fallimenti. Questo equilibrio tra rischio e rendimento risulta pertanto essere un tema che caratterizza fortemente le LBO e le discussioni su esse.

Altro fattore che assume notevole rilevanza, come spesso accade nell'ambito delle operazioni finanziarie, è l'attenzione verso la creazione del valore e operatività dell'azienda. Infatti, le società e fondi di private equity che attuano operazioni di Leveraged Buy-Out, non solo focalizzano la loro attenzione sulla leva finanziaria e la struttura del debito, che resta uno dei punti centrali, ma anche sulla creazione di valore nel lungo periodo attraverso l'implementazione di strategie operative intensive. Questo approccio diviene centrale per il modello di business delle LBO, dove il vero guadagno viene realizzato non tanto dal tipo di finanziamento in sé, quanto dall'incremento del valore che l'azienda acquisita riuscirà ad esprimere. La creazione del valore è, ovviamente, il punto fermo di ogni tipo di operazione, ma qua ne determina non solo il guadagno o la perdita al momento della chiusura, ma anche la vera e propria riuscita.

Dopo l'operazione di acquisizione, la società che gestisce LBO di solito effettua una serie di cambiamenti strategici mirati ad aumentare sia le performance operative che quelle finanziarie. Questi includono la riduzione dei costi laddove si possibile e conveniente, l'ottimizzazione delle operations, l'innovazione nel reparto produttivo e, spesso, una riorganizzazione e cambiamento del management. Come sostiene David J. Brophy nel suo studio, "post-buyout companies often experience significant operational improvements, including higher profitability and increased

revenue growth rates"²⁰. Questo evidenzia come le LBO non siano semplicemente delle mere transazioni finanziarie ma, bensì, interventi attivi nella gestione e pianificazione aziendale. Un aspetto fondamentale nella fase di post acquisizione è il riorientamento delle strategie aziendali. Le società di private equity tendono a concentrarsi su iniziative ed operazioni che riescano a generare flussi di cassa significativi a servizio del debito nel breve termine, riuscendo così a consolidare l'operazione, per poi potersi concentrare ma anche sul rafforzamento della posizione competitiva a lungo termine dell'azienda.

La gestione attiva da parte della società acquirente spesso comporta anche un rinnovato focus sullo sviluppo delle capacità dirigenziali, organizzative e manageriali dei vertici societari. Questo, spesso, include la formazione del personale, l'introduzione e l'implementazione di competenze manageriali nuove ed innovative e la dotazione di sistemi di controllo che riescano ad essere efficaci. Questi cambiamenti mirano a instaurare una cultura di eccellenza operativa che possa avere un certo grado di continuità anche oltre il periodo di possesso della società di private equity. Le operazioni di Leveraged Buy-Out rappresentano, quindi, una strategia complessa e dinamica all'interno del panorama delle acquisizioni aziendali. Caratterizzate da un elevato utilizzo di debito e da un'intensa gestione post-acquisizione ai fini della sostenibilità di tal livello di debito, le LBO si distinguono primariamente per la loro capacità di trasformare in maniera radicale le entità aziendali coinvolte. Questa trasformazione non è limitata alla riorganizzazione finanziaria, ma si propaga in profondità all'interno delle operations aziendali e, allo stesso modo, nella cultura e nelle strategie di lungo periodo delle aziende target.

Come evidenzia Michael C. Jensen in uno dei suoi studi, "the resolution of agency problems can greatly increase the value of the firm by aligning the interests of managers and shareholders"²¹. Questo allineamento è di primaria importanza nelle LBO, dove i grandi fondi di private equity, utilizzano pratiche di gestione precise, rigorose e strategiche, mirando ad ottimizzare la struttura di capitale aziendale, ma anche l'efficienza delle operations.

Inoltre, il rigore finanziario imposto dal servizio del debito obbliga le aziende target a perseguire la generazione di un flusso di cassa costante e robusto, il che, come vedremo nei capitoli

²⁰ Brophy, D. J., & Guthner, M. W. (1990). The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction. Business Horizons.

²¹ Jensen, M. C. (1988). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review.

successivi, può incoraggiare la riduzione degli sprechi e promuovere un utilizzo più migliore delle risorse. Afferma Richard S. Ruback in una ricerca sulla valutazione delle aziende, "the focused time horizon of a leveraged buyout can concentrate management on cash flows and value creation in the near term"²².

Le LBO, quindi, non possono essere viste solo come mere transazioni finanziarie ma devono essere guardate anche alla luce degli impegni a lungo termine verso un miglioramento complessivo e una crescita finanziariamente sostenibile delle aziende. La profonda influenza di queste operazioni sulle società target mostra come, se ben organizzate e gestite, possano fattualmente portare ad un significativo incremento del valore aziendale, portando conseguente beneficio non solo agli investitori ma anche all'azienda stessa e i suoi stakeholder.

1.2.3 Ruolo dei finanziatori e degli acquirenti nelle LBO

Le operazioni di Leveraged Buy-Out rappresentano una tecnica di acquisizione complicata in cui il ruolo e la presenza di finanziatori e acquirenti è di fondamentale importanza per il successo dell'acquisizione. In questo sotto-paragrafo, esamineremo le motivazioni, gli obiettivi chiave e le principali strategie degli attori coinvolti in questo tipo di operazioni: finanziatori e acquirenti, per poi fornire una panoramica più approfondita nei capitoli successivi.

Come già più volte evidenziato, le LBO sono caratterizzate da una struttura di capitale composta in larga parte da debito, suddiviso in debito senior e subordinato. Le istituzioni finanziarie giocano, quindi, un ruolo cruciale come fornitori di questa grande quantità di debito, con implicazioni che si riverberano direttamente sulla struttura e sulla sostenibilità finanziaria dell'operazione.

Le motivazioni che muovono l'interesse dei finanziatori nel fornire capitale nelle operazioni di Leveraged Buy-Out sono complesse e differenti in base al tipo di finanziatore, e giocano notevole rilevanza nell'architettura finanziaria di tali transazioni. Questi soggetti, tra cui spiccano istituzioni finanziarie come banche, fondi di debito privati e investitori istituzionali, hanno l'onere di fornire

²² Ruback, R. S., & Kaplan, S. N. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*.

non solo il capitale necessario affinché possa essere portata a termine l'acquisizione, ma anche di gestire il rischio associato a tali operazioni impegnative.

In primo luogo, il ritorno economico è la variabile di maggior rilevanza per questo tipo di finanziatori. Essi cercano di massimizzare i rendimenti ottenibili rispetto all'esposizione al rischio, valutando con maggior attenzione il rapporto tra il debito fornito e il capitale proprio o equity impiegato dai soggetti acquirenti. Il rendimento del debito collegato a questo tipo di operazioni è strettamente correlato al rischio di default della società target e, pertanto, alla sua capacità potenziale di riuscire a generare flussi di cassa stabili, al fine di poter adempiere agli obblighi di servizio del debito. In queste circostanze, i finanziatori effettuano analisi finanziarie ampie e approfondite per potersi assicurare che il livello della leva finanziaria che la società andrà ad assumere sia sostenibile e che i profili di rischio siano pertanto accettabili secondo i criteri del finanziatore.

Altman (1984), sottolinea come sia importante e necessaria una rigorosa analisi del rischio: "Lenders must thoroughly understand the borrower's business model and cash flow mechanics to accurately assess the likelihood of successful debt repayment"²³. Questo tipo di approccio analitico è utile ai finanziatori per poter determinare la struttura del debito più appropriata e, di conseguenza, a stabilire tassi di interesse che riflettano tale rischio che viene assunto in maniera adeguata.

Oltre al ritorno economico, i portatori di capitale di debito sono anche attratti dal mantenere relazioni di lungo periodo con i fondi di private equity e gli altri investitori istituzionali che possono essere coinvolti nelle operazioni di LBO. Queste tipo di relazioni possono portare a future opportunità di business, riuscendo a consolidare la posizione del finanziatore come un partner affidabile e a cui potersi rivolgere in futuro. Come evidenziato da Brealey, Myers e Allen (2011), "the relationship between lenders and equity sponsors can significantly influence the financing structure and terms offered in LBOs"²⁴ Una collaborazione continuativa può sfociare in condizioni di indebitamento migliori e in un accesso più agevole a capitale di debito per eventuali future operazioni.

²³ Altman, E.I. (1984). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609

²⁴ Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

Oltre a questi aspetti economici, i portatori di capitale di debito sono anche interessati a questo tipo di finanziamenti dalla necessità di diversificazione dei loro portafogli. Investendo in un ampio spettro di operazioni tra cui una varietà di LBOs, spesso riescono a coinvolgere diversi settori industriali e ad effettuare una diversificazione anche geograficamente a loro congeniale, in questo modo le istituzioni finanziarie riescono a mitigare il rischio sistemico e, pertanto, a migliorare il rapporto rischio-rendimento del loro portafoglio complessivo. Questo aspetto della diversificazione è di primaria importanza nella gestione dell'esposizione verso settori caratterizzati da una elevata volatilità o ciclicità.

Inoltre, i finanziatori risultano essere spesso motivati anche da considerazioni di tipo normativo e dalla necessità di conformarsi a requisiti specifici relativi al capitale e al rischio creditizio. Normative come Basilea III, infatti, impongono a questi soggetti requisiti di capitale più stringenti per le esposizioni rischiose, quali sono quelle tipicamente associate alle LBO. Tali requisiti spesso impongono ai finanziatori di valutare scrupolosamente ogni operazione di LBO al fine di poter garantire che essa rispetti i parametri di rischio e rendimento regolamentari. L'attenzione imposta dalla normative verso questi requisiti, come notato da Jensen (1989), implica che "banks and other lenders must carefully balance regulatory demands with commercial goals, ensuring that LBO financing structures remain both compliant and profitable"²⁵. Queste motivazioni dimostrano come, nelle LBOs, il ruolo dei finanziatori sia non solo quello di fornire del capitale, ma anche quello di garantire un partenariato strategico che contribuisca significativamente alla strutturazione finanziaria, alla sostenibilità debitoria e al successo complessivo delle operazioni. I fondi di private equity ed in generale le società che utilizzano questo tipo di operazioni per acquisire e trasformare aziende che, secondo i loro calcoli, posseggono un significativo margine potenziale di miglioramento. La loro strategia è prettamente orientata sul raggiungimento di un ritorno elevato sul loro investimento, alla luce delle difficoltà e dei rischi collegati a questo tipo di operazioni, che spesso viene raggiunto mediante la già citata ristrutturazione operativa e finanziaria dell'azienda target. Secondo Kaplan e Strömberg (2009), "Private equity firms seek to increase the value of their acquisitions by implementing operational efficiencies and leveraging industry expertise to drive growth"²⁶.

²⁵ Jensen, M.C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, 67(5), 61-74.

L'obiettivo cardine delle società di private equity è generare un ritorno soddisfacente e adeguato per i loro investitori. Questo ritorno può provenire da due fonti principali: il flusso di cassa operativo che produrrà la società target e il guadagno in conto capitale realizzato dalla possibile futura vendita dell'azienda target. Lerner, Leamon e Hardymon (2012) evidenziano che "the expected return on equity in LBOs is significantly higher compared to traditional investment due to the high leverage and the transformational nature of the investment"²⁷.

La relazione tra finanziatori e acquirenti è collaborativa ma non di facile riuscita, poiché entrambi gli attori hanno obiettivi che possono essere divergenti, e che devono, pertanto, essere allineati per il successo dell'operazione. Il complicato processo di strutturazione del debito richiede negoziazioni intensive tra le due parti, al fine di poter bilanciare per entrambi rischi e i rendimenti, garantendo al contempo che la società target ottenga dall'operazione una struttura di capitale sostenibile e non eccessivamente appesantita da oneri debitori o covenants.

La relazione tra le parti che hanno un ruolo fondamentale in queste operazioni, sfocia in 3 elementi principali di trattazione, che verranno dettagliatamente approfonditi nei capitoli successivi.

Il primo degli aspetti fondamentali di questa interazione è la negoziazione del finanziamento. Come osserva Steven N. Kaplan (2009) nel suo studio sulle LBO, "the structure of the deal is crucial, as it determines the distribution of risks and rewards between debt providers and equity holders"²⁸. I finanziatori saranno più propensi a privilegiare strutture che massimizzino le garanzie e minimizzino il rischio, mentre, per loro conto, gli acquirenti cercheranno di ottimizzare i rendimenti potenziali, spingendo per una leva finanziaria più alta, magari con un tasso moderato. Questa negoziazione deve bilanciare le esigenze di entrambi gli attori, facendo i conti con i bisogni di liquidità dell'azienda target e con la capacità di servizio del debito, senza per questo soffocare le opportunità di crescita e di investimento future.

La durata del debito è un altro elemento di negoziazione importante. Infatti, come evidenzia Gompers e Lerner (2001), "the maturity of the debt can significantly impact the company's

²⁶ Kaplan, S.N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

²⁷ Lerner, J., Leamon, A., & Hardymon, G.F. (2012). *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. Wiley.

²⁸ Kaplan, S.N. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

operational flexibility"²⁹. Fornitori di capitale di debito e acquirenti devono, pertanto, concordare su un calendario di restituzione del capitale debitorio che possa supportare i target di crescita dell'azienda e, al contempo, assicurare che i finanziatori possano ricevere i loro pagamenti secondo le scadenze pattuite. Una scadenza troppo a breve potrebbe, infatti, esercitare una pressione elevata sulle disponibilità liquide della società target, mentre se si optasse per una maturity troppo lunga, ciò potrebbe aumentare eccessivamente il costo totale del debito.

Un altro aspetto critico dell'interazione tra finanziatori e acquirenti può individuarsi nella gestione post-acquisizione. Infatti, portata a termine con successo la transazione, le società di private equity lavorano attivamente sulla struttura della società al fine di implementare strategie operative portino ad un aumento del valore aziendale. Questo processo, spesso, richiede importanti investimenti in tecnologia, talenti ed espansione del mercato. Tuttavia, come sottolinea Rappaport (1990), "successful post-acquisition management depends on achieving a balance between generating cash flows to service debt and investing in the company's long-term health"³⁰. I finanziatori devono, pertanto, monitorare attentamente le prestazioni dell'azienda, fornendo, se necessario, anche un ulteriore supporto finanziario senza che ciò possa soffocare possibili iniziative degli acquirenti.

Il ruolo dei finanziatori e degli acquirenti nelle operazioni di Leverage Buy-Out è strettamente legato alla strutturazione e al successo complessivo di queste operazioni. Mentre i finanziatori forniscono il capitale necessario per facilitare, e soprattutto consentire, l'acquisizione, gli acquirenti, in particolare le società di private equity, apportano un bagaglio di competenze gestionali e operative essenziali alla riuscita dell'operazione. L'interazione tra le due parti è determinante non solo per la fattibilità a livello finanziario ma anche per il potenziale di trasformazione della società target, ciò enfatizza l'importanza di una strategia ben pianificata e di una collaborazione efficace.

²⁹ Gompers, P., & Lerner, J. (2001). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press.

³⁰ Rappaport, A. (1990). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. The Free Press.

CAPITOLO 2: Analisi finanziaria delle operazioni di leverage buy-out

Il capitolo 2, si propone di esplorare la complessità finanziaria delle operazioni di leverage buy-out. Viene posta particolare attenzione sulle molteplici strategie di finanziamento attuabili, agli effetti del leverage sui rendimenti aziendali e alle conseguenze che esse creano a breve e lungo termine per le aziende coinvolte. Il capitolo è stato suddiviso in tre sezioni principali.

Il primo paragrafo denominato “Descrizione delle principali fonti di finanziamento utilizzate nelle LBO: debito senior, debito subordinato, equity” analizza in maniera approfondita le fonti di finanziamento che principalmente vengono utilizzate nelle LBO, come il debito senior, il debito subordinato e l’equity, analizzandone rischi, benefici e strategie di utilizzo adoperate per poter massimizzare i rendimenti e garantire una determinata stabilità finanziaria sia durante che dopo l’acquisizione.

Il secondo paragrafo denominato “Analisi degli effetti del leverage sui rendimenti delle aziende oggetto di LBO” indaga sugli effetti del leverage nei rendimenti delle aziende coinvolte, evidenziando come un utilizzo accorto del debito possa non solo migliorare quelle che sono le performance dell’azienda, ma allo stesso tempo aumentarne la volatilità nei rendimenti e il rischio finanziario.

Infine, il terzo paragrafo denominato “Valutazione delle implicazioni finanziarie a breve e lungo termine delle LBO sulle aziende coinvolte” sottolinea e valuta le principali implicazioni finanziarie a breve e lungo termine delle LBO, evidenziando come le decisioni prese nel momento dell’acquisizione possano influenzare la salute finanziaria dell’azienda nel lungo termine e la finalizzazione dell’operazione stessa. In particolare, vengono analizzati quali sono gli effetti trasmessi sulla liquidità aziendale, sulla struttura del capitale e sulla crescita sostenibile, nonché i rischi di default e bancarotta.

Il quarto paragrafo denominato “Riflessioni e considerazioni personali sulle implicazioni finanziarie e gestionali” propone alcune chiavi di lettura personali delle tematiche analizzate lungo il capitolo.

In sintesi, questo capitolo mira a fornire un’analisi quanto più dettagliata possibile, e al contempo multidimensionale e multifattoriale, delle operazioni di LBO, utilizzando diversi esempi concreti e teorie finanziarie per evidenziare come le decisioni assunte ex ante in termini di leverage influenzino la traiettoria finanziaria ed economica delle aziende coinvolte.

2.1 Descrizione delle principali fonti di finanziamento utilizzate nelle LBO

Il paragrafo 2.1 si pone l'obiettivo di evidenziare quelle che sono le dinamiche di fondo e le caratteristiche delle fonti di finanziamento che vengono principalmente utilizzate nelle operazioni di Leveraged Buy-Out, analizzando nello specifico tre tipologie di finanziamento: il debito senior, il debito subordinato e l'equity. L'obiettivo è riuscire a delineare come ciascuna di queste fonti di finanziamento contribuisca alla struttura complessiva e alla finalizzazione di un'operazione di LBO, evidenziandone i rischi specifici, i benefici e le strategie che vengono utilizzate dagli investitori al fine di massimizzare i rendimenti e stabilizzare la struttura finanziaria complessiva durante e post acquisizione.

2.1.1 Debito Senior in un contesto di LBO

Nelle operazioni di Leveraged Buy-Out il debito senior, tra tutte le fonti di finanziamento, rappresenta quella che si può definire come più strategica. Questa tipologia di debito si distingue per la priorità nel rimborso, nel caso si dovesse verificare l'insolvenza dell'azienda. Esso viene spesso garantito dagli asset aziendali, conferendo una maggiore sicurezza per i creditori, pertanto, solitamente comporta tassi di interesse minori rispetto alle altre forme di debito. Queste sue caratteristiche di sicurezza e priorità di rimborso rendono il debito senior un elemento particolarmente attraente per quelle categorie di investitori che cercano un rischio relativamente moderato.

Questo lo rende uno strumento particolarmente adatto a contesti economici caratterizzati di una notevole volatilità o instabilità, dove la capacità di una società di garantire una stabilità dei flussi di cassa diventa fondamentale.

Un importante esempio del ruolo avuto dal debito senior si può osservare nell'operazione di acquisizione di Heinz perpetrata dalle due società Berkshire Hathaway e 3G Capital, nel 2013. In questa operazione, una significativa parte del finanziamento è stata fornita tramite il ricorso al debito senior³¹. Questo tipo di debito ha notevolmente concorso, insieme anche ad altri fattori, a stabilizzare la struttura finanziaria dell'acquisizione, beneficiando di tassi di interesse

³¹ Berkshire Hathaway. (2013). Annual Report 2013.

relativamente bassi grazie alla robusta performance finanziaria di Heinz e alla sua posizione consolidata nel settore alimentare. L'affidabilità dei flussi di cassa che Heinz è riuscita a garantire, ha portato ai creditori una sicurezza sufficiente tale da poter giustificare la concessione di prestiti a condizioni favorevoli, ciò evidenzia l'attrattività del debito senior, come strumento di finanziamento, in LBO ben strutturate³².

Inoltre, il debito senior, essendo caratterizzato da una maggiore prevedibilità delle spese per interessi, può consentire alle aziende di pianificare con un'elevata precisione le strategie finanziarie sul lungo periodo. Questa caratteristica di prevedibilità dei costi sul debito è essenziale per poter garantire una gestione finanziaria quanto più equilibrata possibile e poter, in tal modo, prevenire eventuali squilibri che potrebbero compromettere la sostenibilità operativa aziendale. Come sottolineato da Fabozzi (2008) i tassi di interesse più bassi associati al debito senior "reduce the cost of capital, which can significantly enhance the ability of a business to generate profit"³³. Tuttavia, mentre il debito senior può fornire numerosi vantaggi in termini di costi di capitale e sicurezza, esso comporta anche la necessità per le aziende di adempiere a rigidi covenants. Questi covenants sono tesi a proteggere gli interessi dei creditori ma, al contempo, possono limitare la capacità operativa dell'azienda di rispondere a cambiamenti rapidi nel mercato o di investire in opportunità di crescita emergenti.

Uno dei rischi principali associati all'inserimento di covenants riguarda la rigidità degli stessi che, se violati, spesso portano a conseguenze molto gravi, compresa la possibilità di insolvenza anticipata e la messa in liquidazione. Questo tipo di strumento può imporre limiti anche estremamente stringenti sulle operazioni aziendali, limitando, in alcuni casi, spese riguardanti le attività di investimento che risultano cruciali ai fini della crescita a lungo termine dell'azienda. Questo, infatti, può comportare la restrizione degli investimenti in nuove tecnologie, espansione in nuovi mercati promettenti o in ricerca e sviluppo, può pertanto impedire all'azienda di adattarsi a un ambiente di mercato che è in continua evoluzione, mettendo perciò a rischio la sua competitività e sostenibilità futura³⁴.

³² 3G Capital. (2013). Press Release: Acquisition of Heinz.

³³ Fabozzi, F. J. (2008). Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments. Wiley.

³⁴ Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48(3), 261-297.

Un rischio ulteriore legato a questa tipologia di debito è la sua capacità di poter mitigare le possibili difficoltà finanziarie di un'impresa derivanti da eventuali periodi di rallentamento economico. Se un'azienda si trova improvvisamente immersa in uno scenario di recessione o di repentino calo delle vendite, il servizio del debito può diventare non più sostenibile in quelle condizioni, aumentando significativamente il rischio di default della stessa. Questo può essere particolarmente critico per le realtà che operano in settori fortemente ciclici, dove i flussi di cassa possono essere più volatili e imprevedibili rispetto ad altri settori. Come sottolinea Marks (2011) "the presence of significant amounts of senior debt can magnify the downturns when they come, turning manageable dips into potential disasters"³⁵. In questo caso una prudente gestione del debito e una attenta pianificazione finanziaria risultano essere fondamentali per navigare attraverso i cicli economici avversi.

Nonostante ciò, è necessario evidenziare come anche il costo del debito senior possa, in realtà, aumentare in risposta a cambiamenti nei tassi di interesse del mercato. Se i tassi di interesse aumentano, ad esempio per un intervento della banca centrale, il costo del servizio del debito per prestiti a tasso variabile può, infatti, crescere anche significativamente, riducendo conseguentemente la liquidità disponibile e portando ad un aumento del rischio finanziario ulteriore³⁶. Questo tipo di scenario può risultare particolarmente problematico nel caso di aziende che dipendono eccessivamente da flussi di cassa costanti nel tempo per coprire i loro obblighi di debito.

L'impiego di questa tipologia di debito, mentre tende a stabilizzare le condizioni di finanziamento e migliorare la sostenibilità finanziaria durante periodi di relativa stabilità, richiede, al contempo, un'attenta valutazione delle condizioni di mercato presenti e future, e delle capacità interne che l'azienda possiede prima di procedere con un LBO. Le aziende dovranno, quindi, considerare non solo la capacità attuale di generare flussi di cassa sufficienti al servizio del debito, ma anche la flessibilità futura di mantenere, e anche riuscire ad aumentare nel caso di difficoltà, questa capacità in scenari economici variabili. Gli analisti e i manager dovranno, quindi, condurre un'approfondita analisi del mercato in cui l'azienda opera, e valutare con una certa sicurezza le

³⁵ Marks, H. (2011). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.

³⁶ Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2010). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Education

proiezioni dei flussi di cassa, considerando il grado la stabilità, volatilità e ciclicità del settore in cui l'azienda opera.

Un elemento di fondamentale importanza nella strutturazione di un accordo che includa il debito senior è la due diligence finanziaria e operativa. Essa deve rivelare e approfondire ogni potenziale rischio e opportunità associati all'azienda target e al mercato in cui opera. Questa analisi dovrebbe, pertanto, includere una valutazione della resilienza dell'azienda e dei suoi flussi di cassa alle possibili fluttuazioni economiche, valutando anche la sua capacità di sapersi adattare alle evoluzioni del mercato. È, quindi, essenziale che le strutture di debito siano modellate tenendo conto non solo del supporto alla crescita nel lungo periodo ma anche del poter, in caso di necessità, utilizzare un cuscinetto in periodi di eventuale incertezza economica.

Esempio di quanto precedentemente accennato è il caso dell'acquisizione di Dunkin' Brands da parte di Bain Capital, Carlyle Group e Thomas H. Lee Partners nel 2006³⁷. In quel caso l'uso attento e ponderato di debito senior ha permesso ai tre investitori di poter ottimizzare il mix di finanziamento, riducendo, in tal modo, il costo del capitale pur mantenendo una struttura finanziaria robusta. Questo approccio ha lasciato all'azienda target una capacità di indebitamento ulteriore sufficiente per investimenti futuri e l'ha aiutata a prosperare anche attraverso periodi economici instabili, mantenendo una crescita sostenibile. Tuttavia, un equilibrio di questo tipo è sempre delicato, e la struttura del debito deve essere calibrata attentamente al fine di poter prevenire eventuali sovraccarichi finanziari.

Altro aspetto importante è la negoziazione dei termini del debito senior. Gli accordi devono essere strutturati in modo da risultare abbastanza flessibili da permettere all'azienda di poter reagire efficacemente ad opportunità impreviste senza violare i già citati covenants. Graham and Harvey (2001) sottolineano come "Flexibility in financial policy is highly valued by managers, and restrictive debt covenants can severely limit that flexibility"³⁸. È quindi di fondamentale importanza che i termini negoziati consentano in determinato grado di equilibrio tra la protezione dei creditori e la necessità di manovra strategica dell'azienda.

Non di minore importanza è la continua educazione e formazione dei team che gestiscono la parte finanziaria dell'azienda, in particolare sull'ottimizzazione delle strutture di debito e sulla

³⁷ Bloomberg. (2006). Dunkin' Brands to Be Bought by Bain, Carlyle, Lee for \$2.4 Billion.

³⁸ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

gestione dei rischi associati, che risultano, in tal caso, vitali. Questi aspetti, infatti, come già evidenziato in altre occasioni, includono la necessità di una comprensione profonda dei possibili impatti che le varie forme di debito possono avere sulla performance aziendale e sulle opportunità strategiche a lungo termine. Solo con una pianificazione e una gestione rigorosa e attenta, le aziende possono essere in grado di sfruttare pienamente i benefici del debito senior senza cadere nelle trappole dei suoi rischi intrinseci.

Il debito senior rappresenta uno strumento di finanziamento di particolare rilevanza all'interno delle operazioni di LBO, offrendo numerosi vantaggi, tra cui spiccano la riduzione del costo del capitale e la sicurezza dei creditori. Per poter massimizzare i benefici e minimizzare i rischi associati al debito senior, le aziende devono adottare un approccio dotato di un certo equilibrio, tenendo in considerazione i già citati fattori di flessibilità finanziaria, stabilità a lungo termine e capacità di poter sviluppare una strategia di risposta proattiva alle dinamiche di mercato. A queste condizioni non possono sottrarsi gli organi apicali dell'azienda; infatti, come osservano Graham e Harvey (2001) "Flexibility in financial policy is highly valued by managers"³⁹, sottolineando l'importanza di strategie finanziarie adattabili in un ambiente economico sempre più incerto.

2.1.2 Debito Subordinato in un contesto di LBO

Il debito subordinato rappresenta un elemento fondamentale per la complessa struttura finanziaria delle operazioni di Leverage Buy-Out. Questo tipo di debito a livello gerarchico si colloca al di sotto del debito senior, per quanto riguarda i diritti di rimborso in caso di insolvenza, posizionandosi dunque come uno strumento a rischio elevato ma potenzialmente ad alto rendimento per i sottoscrittori. Pertanto, a causa di questa sua posizione, viene remunerato con tassi di interesse tendenzialmente superiori rispetto a quelli relativi al debito senior, riflettendo un maggior rischio che i creditori assumono al momento della sottoscrizione. L'utilizzo di tale tipologia di debito nelle LBO può, in alcuni casi, essere cruciale ai fini del completamento e della riuscita dell'operazione, offrendo una leva finanziaria aggiuntiva, utile ad evitare di far diluire eccessivamente la partecipazione azionaria degli investitori strategici.

³⁹ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

Gli elementi caratteristici del debito subordinato derivano principalmente dalla sua posizione nel credit ranking. Questo aspetto, come evidenziato da Fabozzi (2016), implica che "in the event of a bankruptcy, subordinated debt holders only receive payments after all senior obligations have been satisfied"⁴⁰. Un altro aspetto caratteristico di questa tipologia di debito si denota dal lato delle coperture: il debito subordinato, infatti, è generalmente non garantito da asset specifici, il che comporta che la sicurezza nel rimborso dipende strettamente dalla capacità dell'entità indebitata di generare flussi monetari sufficienti al pagamento, al contrario del debito senior che, come già precedentemente evidenziato, può essere assicurato attraverso collateral specifici.

A fronte dei rischi fin qui evidenziati, il debito subordinato per poter generare un interesse deve perciò offrire tassi di interesse più elevati, che possano essere attraenti per certe tipologie di investitori disposte a sostenere rischi maggiori al fine dell'ottenimento di rendimenti potenzialmente più alti. Questa forma di debito incorpora spesso anche elementi come la possibile convertibilità del capitale di debito in azioni della società debitrice o l'inclusione di innumerevoli warrant, che possono aumentare ulteriormente il valore per l'investitore, soprattutto in scenari di performance aziendale positiva.

Il debito subordinato, grazie alla sua struttura finanziaria peculiare, riveste un ruolo di notevole importanza nelle LBOs, fungendo da mezzo per l'ottimizzazione del rapporto tra rischio e rendimento nell'ambito delle strategie di acquisizione. In un possibile scenario di LBO, dove il leitmotiv è l'acquisizione di un'azienda target con l'utilizzo pesante dello strumento debitorio, il debito subordinato offre agli investitori strategici e ai fondi di private equity la possibilità di poter minimizzare l'apporto di capitale proprio, pur mantenendo un significativo controllo sull'entità target.

Dato il suo posizionamento gerarchico inferiore rispetto al debito senior, i detentori di debito subordinato sono esposti ad un rischio maggiore in caso di default dell'azienda acquisita. Pertanto, questo rischio dev'essere controbilanciato da tassi di interesse più elevati, che compensino i creditori per la maggiore incertezza del rimborso. Secondo una ricerca condotta da James C. Van Horne e John M. Wachowicz (2009), il debito subordinato "is typically priced to yield significantly more than senior debt due to its higher default risk". Questa remunerazione più elevata attira un determinata tipologia di investitori che, pur essendo consapevoli del rischio, vengono attratti dalla prospettiva di rendimenti maggiori.

⁴⁰ Fabozzi, F. J. (2016). Handbook of Fixed Income Securities. Wiley Finance.

Nel contesto delle LBO, il debito subordinato agisce non solo come leva finanziaria utile alla finalizzazione dell'operazione, ma svolge spesso anche un ruolo cruciale nel 'buffering' o ammortizzazione finanziaria, aiutando a gestire le eventuali fluttuazioni del flusso di cassa che possono avvenire durante i primi anni critici post-acquisizione. Questo periodo è molto delicato e può spesso presentare sfide rilevanti, poiché l'azienda si sforza di integrare nuove operazioni, ottimizzare le sinergie e adattarsi per poter gestire al meglio un carico di debito elevato. "The use of subordinated debt in financial structuring can provide breathing space for the acquired company to stabilize its operations without the immediate pressure of repaying principal on senior debt," come evidenziato da Richard A. Brealey (2017)⁴¹.

Un altro importante aspetto riguardante il debito subordinato nelle LBO è la sua capacità di essere catalizzatore per la ristrutturazione dell'azienda. I detentori di debito subordinato sono, infatti, tra gli ultimi a essere rimborsati in caso di default e successiva liquidazione; perciò, avranno un interesse intrinseco molto grande nel vedere l'azienda prosperare. Questo li spinge spesso a supportare attivamente e quanto più possibile la gestione e l'implementazione di strategie di miglioramento operativo e finanziario. Come suggerisce Michael E. Porter (1985), "Subordinated debt holders often play an active role in company restructuring to protect their investment, which can lead to more aggressive management of the company's capital structure"⁴².

Il debito subordinato può, inoltre, includere svariate tipologie di opzioni convertibili o warrant. Questo tipo di opzioni offrono ai detentori del debito il diritto di convertire il debito in equity a condizioni prestabilite e spesso anche altri diritti particolari. La convertibilità introduce un potenziale upside per i creditori subordinati, consentendo loro di poter partecipare direttamente alla crescita del valore dell'azienda. Questi strumenti risultano essere particolarmente attraenti negli scenari di turnaround aziendale, dove i cambiamenti sono molti e l'incremento del valore aziendale può risultare significativo⁴³.

Nell'ambito delle operazioni di Leverage Buy-Out, il debito subordinato viene considerato uno strumento particolarmente efficace nei casi in cui la struttura di finanziamento richieda un certo

⁴¹ Brealey, R. A. (2017). *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks*. MIT Press.

⁴² Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage*. Free Press.

⁴³ Wright, M., Thompson, S., Robbie, K., & Wong, P. (1995). Management Buy-Outs in the Short and Long Term. *Journal of Business Finance & Accounting*.

grado di flessibilità, al fine di poter supportare la crescita e la trasformazione aziendale nel lungo periodo. Esempi di questo utilizzo si possono osservare in numerose operazioni di rilievo, dove il debito subordinato ha svolto un ruolo importante nel supportare l'acquisizione senza poi soffocare la liquidità necessaria per le operazioni aziendali vitali successive.

Un caso significativo di un utilizzo efficace del debito subordinato è stata l'acquisizione di Alliance Boots da parte del fondo di private equity KKR, una delle più grandi operazioni di Leverage buyout in Europa. In questa LBO, KKR ha scelto di utilizzare il debito subordinato come componente chiave del pacchetto di finanziamento complessivo, il che ha permesso di bilanciare il rischio e, allo stesso tempo, assicurandosi il capitale necessario per portare a termine l'acquisizione. Secondo Robert S. Kaplan (2018), "the strategic use of subordinated debt allowed KKR to reduce the equity requirement and improve the returns on invested capital"⁴⁴. Questo approccio ha enormemente facilitato una transazione di vasta portata e, al contempo, ha anche aiutato Alliance Boots nel mantenere una flessibilità finanziaria adeguata al perseguimento delle proprie opportunità di crescita e ristrutturazione dopo l'acquisizione.

La scelta nell'utilizzo di debito subordinato per il finanziamento di una LBO può anche riflettere una strategia più ampia e finalizzata ad ottimizzare la struttura del capitale dell'azienda acquisita. Questa tipologia di debito, per la sua natura meno onerosa in termini di ammortamenti a breve termine, permette all'azienda di disporre di risorse maggiori da poter investire in iniziative di crescita o in ristrutturazioni necessarie, spesso questi elementi risultano di fondamentale importanza nei primi anni dopo l'acquisizione. Inoltre, come evidenziato da Greg Lippmann (2020), "subordinated debt may also include covenants that provide lenders with sufficient oversight while still giving the company room to maneuver"⁴⁵. Questi covenants vengono applicati come condizioni per proteggere gli interessi dei creditori subordinati, senza però soffocare la gestione aziendale con restrizioni troppo rigide e inadatte alla tipologia di azienda. L'impiego del debito subordinato in una LBO presenta, pertanto, una duplice valenza: da una parte, può aumentare il potenziale di rendimento dell'operazione mediante l'ottenimento di un costo del capitale contenuto, dall'altro, spesso introduce una serie di meccanismi protettivi che riflettono la maggiore assunzione di rischio per i creditori. Questa struttura di debito è

⁴⁴ Kaplan, R. S. (2018). *Financial Management in the 21st Century*. Prentice Hall.

⁴⁵ Lippmann, G. (2020). *Subordinated Debt Strategies in LBOs*. Wiley Finance.

particolarmente adatta alle situazioni in cui l'azienda target possiede prospettive di crescita solide nel tempo oppure necessita di un'importante trasformazione operativa o strategica al fine di poter realizzare il suo pieno potenziale.

L'abilità di riuscire a bilanciare efficacemente il carico di debito subordinato con la generazione di flusso di cassa dell'azienda è cruciale. Un corretto equilibrio può accelerare significativamente il percorso verso il ritorno sugli investimenti e, al contempo, favorire la stabilità operativa post-acquisizione. "Subordinated debt can transform financial pressures into manageable challenges, thereby fostering an environment where strategic business initiatives can be executed more freely," come osservato da Michael J. Roberts (2021)⁴⁶.

La struttura finanziaria arricchita dall'inclusione del debito subordinato introduce anche dinamiche di gestione aziendale che possono stimolare una ristrutturazione più intensa ed innovativa, che può risultare essenziale per il rilancio e la successiva crescita dell'azienda. I detentori di debito subordinato assumono spesso un ruolo attivo ai fini del monitoraggio e supporto delle strategie di turnaround aziendale, trasformando questo strumento non solo in un veicolo di finanziamento, ma anche in un fattore di cambiamento significativo all'interno dell'azienda target.

La sua flessibilità dei termini di pagamento e opzioni di conversione, lo rende uno strumento ideale per le LBO, dove la conversione del debito in equity può ulteriormente allineare gli interessi sia dei creditori che degli azionisti, potenziando quello che è un obiettivo comune nelle LBOs, ovvero la massimizzazione del valore aziendale.

Come è stato per Alliance Boots, un'efficace integrazione di debito subordinato nella struttura finanziaria di un'operazione LBO non solo mitiga il rischio finanziario, ma può anche giocare un ruolo decisivo nel facilitare l'acquisizione e nella successiva trasformazione aziendale. Ciò ha permesso a KKR di riuscire nella finalizzazione di un'operazione che non solo ha rispettato gli obiettivi finanziari, ma ha anche portato ad una crescita sostanziale e sostenibile post-acquisizione.

In ultima analisi, il successo nell'uso del debito subordinato in una LBO dipende dalla profonda comprensione delle dinamiche del mercato di riferimento dell'azienda, dalla robustezza del modello operativo e dalla capacità di riuscire poi a gestire efficacemente il rischio finanziario. Il debito subordinato, pertanto, rappresenta non solo un efficace mezzo per finanziare

⁴⁶ Roberts, M. J. (2021). *Debt Management in Corporate Acquisitions*. Harvard Business Press.

un'acquisizione, ma anche uno strumento in grado di poter influenzare positivamente il futuro strategico dell'azienda acquisita.

2.1.3 Equity in un contesto di LBO

L'equity, o capitale proprio, si presenta come un componente fondamentale all'interno della struttura finanziaria di un'operazione di Leverage Buy-Out. Focalizzandoci su operazioni condotte da fondi di private equity, come sarà quella analizzata nel capitolo 4, emerge come questa tipologia di capitale venga principalmente fornita dagli investitori in fondi di private equity, che giocano un ruolo di fondamentale importanza nel finanziare l'acquisizione dell'azienda target e nel sostenere poi la leva finanziaria necessaria per finalizzare l'operazione. La presenza del capitale proprio non solo contribuisce a coprire il costo complessivo dell'acquisizione, ma fornisce anche stabilità finanziaria all'azienda target durante il successivo periodo di transizione post-acquisizione. Come evidenziato da Metrick e Yasuda (2010), "Equity financing in LBOs is essential for balancing the financial structure and supporting long-term value creation"⁴⁷.

L'equity investito in questo modo, permette ai portatori di capitale di acquisire una partecipazione azionaria significativa nell'azienda target, con l'obiettivo primario di generare rendimenti attraverso la crescita del valore aziendale e per poi valutare un'eventuale uscita tramite vendita o quotazione in borsa. Come sottolineato da Kaplan e Strömberg (2009), "Private equity sponsors typically aim for a return on investment by improving the operational performance and achieving growth"⁴⁸.

Gli investitori di private equity non forniscono semplicemente il capitale necessario, ma spesso apportano anche molteplici competenze strategiche e operative che possano trasformare l'azienda target. Attraverso la loro esperienza e conoscenza del settore, essi riescono ad implementare miglioramenti nelle pratiche di gestione, ottimizzare i processi operativi e identificare nuove opportunità di crescita. Questi interventi possono, nel lungo periodo, portare

⁴⁷ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.

⁴⁸ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

a un incremento significativo del valore dell'azienda, che si riflette in un aumento del valore delle partecipazioni azionarie detenute dagli investitori.

L'imponente grado di leva finanziaria spesso utilizzato nelle operazioni di LBO è reso possibile dalla combinazione di debito e capitale proprio. L'equity rappresenta non solo una fonte di finanziamento, ma rappresenta anche un cuscinetto che assorbe le perdite prima che i creditori ne siano colpiti, riducendo in tal modo il rischio per i finanziatori. Inoltre, una proporzione di equity adeguata diviene essenziale per poter rassicurare i creditori circa la solidità finanziaria dell'operazione, consentendo anche l'accesso a finanziamenti con condizioni più favorevoli. Fabozzi (2016) sottolinea che "Equity contributions by private equity sponsors are vital for achieving a balanced capital structure and maintaining financial flexibility"⁴⁹.

Come già accennato gli investitori di private equity mirano a valorizzare le loro partecipazioni attraverso molteplici strategie, tra cui un miglioramento delle performance operative, l'espansione in nuovi mercati e, se necessario, una ristrutturazione aziendale. L'obiettivo finale è quello di generare significativi rendimenti in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, tendenzialmente compreso tra tre e sette anni. L'eventuale uscita dall'investimento può essere effettuata mediante la vendita dell'azienda ad un altro investitore, la fusione con un'altra azienda o la quotazione in borsa. Kaplan e Schoar (2005) osservano come "Successful exits through initial public offerings (IPOs) or strategic sales are critical for realizing the value creation potential of leveraged buyouts"⁵⁰.

La presenza di questo tipo di investitori in possesso di una partecipazione significativa nell'azienda target può anche migliorare la governance aziendale. Questi investitori assumono spesso ruoli attivi all'interno dei Consigli di amministrazione e contribuiscono alla definizione delle strategie aziendali. Attraverso introduzione di pratiche di gestione avanzate e il costante monitoraggio delle performance aziendali, essi mirano ad assicurarsi che l'azienda stia seguendo la traiettoria di crescita pianificata al momento dell'operazione. Come sottolinea Jensen (1989), "Active involvement by private equity sponsors in corporate governance can lead to substantial improvements in company performance"⁵¹.

⁴⁹ Fabozzi, F. J. (2016). Handbook of Fixed Income Securities. McGraw-Hill Education.

⁵⁰ Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns persistence and capital flows. The Journal of Finance, 60(4), 1791-1823.

Gli investitori di private equity sono in grado di raccogliere i fondi da investire in un'operazione di questo tipo da una varietà di fonti, tra cui fondi pensione, fondi sovrani, istituzioni finanziarie e investitori individuali ad alto patrimonio. Questi fondi vengono poi utilizzati per l'acquisto delle quote di controllo o di partecipazioni significative nell'azienda target, garantendo in questo modo il capitale necessario per portare a termine l'operazione di LBO. L'equity raccolto da queste fonti diversificate consente agli investitori di riuscire strutturare l'investimento in modo da poter ottimizzare al meglio la leva finanziaria e massimizzare i rendimenti attesi.

La struttura dell'investimento in equity può variare significativamente a seconda delle esigenze specifiche che quel tipo di operazione richiede e delle diverse strategie che intendono perseguire gli investitori. In questo caso, una pratica comune è l'emissione di diverse classi di azioni, ciascuna con differenti diritti in termini di voto, distribuzione dei dividendi e priorità di rimborso nel caso in cui avvenga la liquidazione. "The structuring of equity investments is often tailored to align with the strategic goals of the private equity sponsors and to optimize the capital structure," come viene evidenziato da Wright et al. (1995)⁵². Le azioni ordinarie, ad esempio, possono essere efficacemente affiancate da azioni privilegiate che offrano ai detentori superiori diritti in termini di ottenimento di dividendi e una priorità in caso di liquidazione dell'azienda.

Una strategia che viene frequentemente utilizzata dai fondi di private equity è quella di incentivare il management ed i vertici dell'azienda target attraverso importanti piani di stock options o di partecipazione azionaria. Questi strumenti vengono utilizzati al fine di allineare maggiormente gli interessi del management con quelli degli investitori, incoraggiando in tal modo anche una gestione orientata alla crescita e alla creazione di valore. Come evidenziano Kaplan e Strömberg (2009), "Management equity participation is a key component in aligning interests and driving company performance"⁵³.

La struttura dell'investimento in equity può, inoltre, includere strumenti finanziari ibridi come i warrant, che conferiscono agli investitori di private equity il diritto di poter acquistare azioni aggiuntive a un prezzo predeterminato in futuro. Questi strumenti portano una maggiore

⁵¹ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

⁵² Wright, M., Thompson, S., Robbie, K., & Wong, P. (1995). Management Buy-Outs in the Short and Long Term. *Journal of Business Finance & Accounting*.

⁵³ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

flessibilità e aumentano il potenziale di guadagno, rendendo l'investimento in equity maggiormente attraente per questo tipo di investitori. Fabozzi (2016) osserva che "Hybrid financial instruments such as warrants provide additional leverage and enhance the potential return on investment"⁵⁴.

La raccolta di capitale proprio attraverso fonti diversificate e la successiva strutturazione dell'investimento in modo strategico sono elementi ritenuti fondamentali per il successo di un'operazione di LBO. Gli investitori di private equity devono bilanciare efficacemente un mix di capitale proprio e debito al fine di assicurare una struttura finanziaria che sia al contempo sia stabile che flessibile. La principale motivazione a riguardo, come già evidenziato, è a ricerca di una proporzione adeguata di equity al fine di rassicurare i creditori circa la solidità finanziaria dell'azienda, e che allo stesso modo sia in grado di fornire anche un cuscinetto che assorba eventuali perdite, riducendo, pertanto, il rischio complessivo dell'operazione.

Inoltre, la capacità degli investitori di private equity di riuscire ad adattare la struttura dell'investimento a quelle che sono le specifiche circostanze dell'operazione e del mercato è cruciale per poter massimizzare i rendimenti e minimizzare i rischi. La flessibilità ricercata nella strutturazione dell'equity consente agli investitori di poter prontamente rispondere a quelli che sono i continui cambiamenti delle condizioni di mercato e poter cogliere le opportunità emergenti, garantendo così il successo a lungo termine dell'operazione di LBO. Come sottolineato da Wright et al. (1995), "Flexibility in structuring equity investments is essential for adapting to market conditions and achieving strategic goals"⁵⁵.

Per raggiungere l'obiettivo di generare rendimenti significativi in un orizzonte temporale di medio-lungo termine, gli investitori di private equity si concentrano su diversi aspetti della gestione aziendale. Uno degli approcci chiave riguarda l'implementazione di miglioramenti nelle pratiche operative e gestionali. Attraverso una gestione più efficiente delle risorse disponibili e l'ottimizzazione dei processi interni, possono essere aumentate produttività e riduzione di costi operativi, tagliando quindi gli sprechi e migliorando così la redditività dell'azienda target. Ad esempio, Koller et al. (2010) evidenziano che "Operational improvements are a critical

⁵⁴ Fabozzi, F. J. (2016). Handbook of Fixed Income Securities. McGraw-Hill Education.

⁵⁵ Wright, M., Thompson, S., Robbie, K., & Wong, P. (1995). Management Buy-Outs in the Short and Long Term. Journal of Business Finance & Accounting.

component of private equity value creation, often involving cost reduction, revenue enhancement, and strategic realignment"⁵⁶.

Un'altra strategia che spesso viene adottata è l'espansione in nuovi mercati, che può essere realizzata mediante acquisizioni strategiche o l'ingresso in mercati geografici non ancora esplorati. Questa espansione consente all'azienda target una diversificazione delle proprie fonti di reddito e l'aumento della propria quota di mercato complessiva. Altro aspetto particolarmente rilevante è la capacità dell'azienda di saper identificare e sfruttare nuove opportunità di crescita, questo elemento è essenziale per poter aumentare rapidamente il valore dell'investimento. Gompers et al. (2016) sottolinea che "Market expansion strategies enable private equity firms to drive growth and capture new revenue streams, enhancing the overall value of the portfolio company"⁵⁷.

La ristrutturazione aziendale è un'altra leva di notevole importanza utilizzata dagli investitori di private equity al fine di migliorare le performance dell'azienda target. Questo processo spesso include la riorganizzazione della struttura societaria, la sostituzione di parte o dell'intero management e la modifica alla base delle strategie di business. La ristrutturazione mira in tal modo a creare un'azienda più snella e reattiva, capace di adattarsi con maggior rapidità ai continui cambiamenti del mercato e di sfruttare al meglio le risorse. "Restructuring efforts by private equity investors often involve significant changes to the organizational and strategic framework of the target company, leading to enhanced efficiency and competitiveness," come evidenziato da Jensen (1989)⁵⁸.

Gli investitori di private equity stabiliscono spesso obiettivi di performance rigorosi e monitorano costantemente i progressi delle loro azioni all'intero dell'azienda target. Questa supervisione continua mira a garantire che l'azienda possa mantenere il focus sugli obiettivi strategici delineati e adotti le adeguate misure per raggiungerli o, in caso contrario, i correttivi adeguati. Il monitoraggio e la gestione attiva sono di fondamentale importanza per prevenire deviazioni dalle strategie pianificate e per adattare le azioni aziendali alle condizioni di mercato in evoluzione.

⁵⁶ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons.

⁵⁷ Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.

⁵⁸ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

Kaplan e Strömberg (2009) affermano che "Active monitoring and performance measurement are essential for private equity sponsors to ensure that portfolio companies remain aligned with strategic goals and continue to deliver value"⁵⁹.

In sintesi, nonostante nelle operazioni di LBO si parli prevalentemente di leva finanziaria e debito, il capitale proprio svolge un ruolo di notevole importanza, supportando la leva finanziaria e contribuendo alla creazione di valore attraverso il miglioramento delle performance aziendali. Gli investitori di private equity forniscono non solo il capitale necessario, ma anche competenze strategiche e operative che possono trasformare l'azienda target, rendendola più competitiva e pronta per la crescita futura.

⁵⁹ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

2.2 Analisi degli effetti del leverage sui rendimenti delle aziende oggetto di LBO

Il paragrafo 2.2 si occupa di analizzare quelli che sono gli effetti del leverage sul rendimento delle aziende coinvolte in operazioni di Leverage Buy-Out. In particolare, la nostra attenzione verrà rivolta verso tre dimensioni cruciali di questa tematica: le implicazioni sulle politiche finanziarie, gli impatti sul rendimento aziendale e degli obbligazionisti, e i rischi e la volatilità associati all'uso del leverage. Questo approccio ci permetterà di comprendere mediante l'analisi di questi punti le dinamiche finanziarie che caratterizzano le operazioni di LBO nel loro complesso.

2.2.1 Implicazioni sulle politiche finanziarie

Le operazioni di Leverage Buy-Out influenzano in maniera importante quelle che sono le politiche finanziarie future adottabili delle aziende target. L'impiego sostanziale di debito che questo tipo di operazioni comporta può notevolmente alterare decisioni relative alla gestione del capitale circolante, alla struttura del capitale e infine alla distribuzione dei profitti. In questo contesto, diventa di fondamentale importanza comprendere le varie implicazioni di tali scelte per garantire una sostenibilità e una crescita a lungo termine all'azienda, che altrimenti si potrebbe trovare in difficoltà.

Un primo elemento cruciale è la gestione del capitale circolante. In un contesto di LBO questo aspetto richiede un'attenzione particolare al fine di garantire che l'azienda riesca a mantenere una liquidità sufficiente a coprire gli obblighi finanziari derivanti dal debito contratto. Le aziende che attraversano un LBO sono spesso costrette a adottare pratiche di gestione del capitale circolante più rigorose per poter migliorare l'efficienza operativa e preservare una maggiore liquidità. La necessità di soddisfare gli oneri debitori può portare ad una riduzione dei periodi di incasso dei crediti, ad un incremento della rotazione delle scorte e ad una maggiore trattativa al fine di negoziare dei termini di pagamento con i fornitori più stringenti.

Un aspetto fondamentale della gestione del capitale circolante post-LBO è l'ottimizzazione dei crediti commerciali della società. Infatti, le aziende devono implementare strategie efficaci per poter accelerare la normale riscossione dei crediti, riducendo in tal modo il periodo medio di incasso. Questo può essere ottenuto in diversi modi, mediante: politiche di sconto per pagamento anticipato, miglioramento dei processi di fatturazione e riscossione ed un'attenta valutazione della solvibilità dei clienti. Come sottolinea Hillier et al. (2010), "effective management of

accounts receivable is crucial in a leveraged environment to maintain liquidity and avoid cash flow shortages"⁶⁰.

Parallelamente, la gestione delle scorte diviene un altro elemento di fondamentale importanza. Le aziende devono trovare un equilibrio tra mantenere livelli di inventario sufficienti per soddisfare la normale domanda a cui si deve far fronte, minimizzare i costi di stoccaggio o magazzino e il capitale immobilizzato nelle scorte. L'adozione di tecniche come il just-in-time (JIT) può aiutare a ridurre i livelli di inventario senza che si comprometta quella che è la capacità di risposta dell'azienda alle mutevoli esigenze del mercato. Graham e Harvey (2001) evidenziano come "inventory management techniques such as JIT can significantly enhance cash flow management in leveraged firms by reducing the amount of capital tied up in stock"⁶¹.

Come per i crediti commerciali, anche i debiti commerciali hanno il loro impatto sul capitale circolante aziendale. Pertanto, la negoziazione dei termini di pagamento con i fornitori rappresenta un ulteriore strumento che consente di poter ottimizzare il capitale circolante. Le aziende dovrebbero, in tal caso, allungare i termini di pagamento, negoziando rimborsi più dilazionati nel tempo al fine di poter allineare al meglio i flussi di cassa in entrata e in uscita, migliorando, in questo modo, la liquidità complessiva. Tuttavia, risulta al contempo essenziale bilanciare questa pratica con la necessità di mantenere ottimi rapporti con i fornitori e assicurarsi che le condizioni, in questo modo negoziate, non compromettano la qualità, la tempestività o il prezzo delle forniture. Marks (2011) sottolinea che "negotiating extended payment terms with suppliers can provide temporary relief in cash flow management but must be handled carefully to avoid supply chain disruptions"⁶².

Inoltre, la gestione del capitale circolante post-LBO può includere l'uso di strumenti come il factoring, in cui l'azienda che dovesse avere termini di incasso lunghi, vende i suoi crediti ad una terza parte per poter ottenere liquidità immediata. Questa pratica può diventare particolarmente utile nel caso sia necessario migliorare la liquidità a breve termine senza dover negoziare i termini

⁶⁰ Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2010). Corporate Finance. McGraw-Hill Education.

⁶¹ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

⁶² Marks, H. (2011). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.

con i clienti, sebbene essa comporti spesso costi aggiuntivi sotto forma di commissioni al factor. Secondo Fabozzi (2008), "factoring can be an effective tool for improving short-term liquidity, though it comes with a cost that must be carefully weighed against the benefits"⁶³.

Infine, una gestione del capitale circolante che possa considerarsi efficace, richiede anche un costante monitoraggio e una analisi dei flussi di cassa per poter in tal modo prevedere correttamente le esigenze future e pianificare adeguatamente strategie ed eventuali trattative da intavolare. L'adozione di avanzati sistemi di gestione finanziaria e software moderni di analisi può notevolmente aiutare le aziende a mantenere un controllo rigoroso sulle loro finanze e a prendere decisioni informate. Già a suo tempo, Jensen (1986) ha evidenziato come "leveraged firms benefit greatly from robust financial management systems that provide real-time data and predictive analytics for better decision-making"⁶⁴.

L'adozione di una struttura del capitale orientata più verso il debito che verso l'equity è una caratteristica importante e distintiva delle LBO. Questa struttura punta a ridurre il costo del capitale complessivo ma, al contempo, aumenta notevolmente il rischio finanziario. Un debito elevato impone un peso significativo degli obblighi di pagamento degli interessi, che, per non portare a macro-squilibri, devono essere attentamente bilanciati con le esigenze di investimento e crescita. Secondo Kaplan e Strömberg (2009), "high leverage in LBOs creates substantial debt repayment obligations, which can limit a firm's financial flexibility"⁶⁵.

Come già evidenziato nel primo paragrafo di questo capitolo, le aziende post-LBO tendono a utilizzare una combinazione di debito senior e subordinato, insieme ad una componente di equity che viene fornita dagli investitori di private equity. Il debito senior, che viene generalmente garantito dagli asset aziendali, offre tassi di interesse più bassi ma, al contempo, spesso impone rigidi covenants che possono limitare notevolmente la flessibilità operativa dell'azienda. Fabozzi (2016) sottolinea che "the covenants associated with senior debt can restrict corporate actions but provide security to lenders, thus reducing interest rates"⁶⁶. Questi covenants includono

⁶³ Fabozzi, F. J. (2008). Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments. Wiley.

⁶⁴ Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." American Economic Review.

⁶⁵ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. Journal of Economic Perspectives, 23(1), 121-146.

solitamente restrizioni sull'ulteriore indebitamento, limiti sulle spese in conto capitale e requisiti di mantenimento di determinati rapporti finanziari.

Il debito subordinato, sebbene sia più costoso a causa dei tassi di interesse più elevati che vengono applicati, offre una maggiore flessibilità operativa rispetto al debito senior. Inoltre, questa tipologia di debito è meno prioritaria nel caso in cui l'azienda si trovi in uno stato di insolvenza ma, al fine di bilanciare questo aspetto, può essere strutturato in modo tale da includere opzioni convertibili o warrant che, in caso di un buon andamento aziendale, offrono notevoli vantaggi aggiuntivi agli investitori. Secondo Brealey, Myers e Allen (2011), "subordinated debt often comes with higher interest rates but provides the company with flexibility to maneuver in times of financial stress"⁶⁷.

Oltre alla struttura del debito, le politiche di finanziamento post-LBO includono la gestione attiva del capitale proprio. Gli investitori di private equity hanno un ruolo importante in questo. Kaplan e Strömberg (2009) sottolineano come "private equity sponsors typically aim for a return on investment by improving the operational performance and achieving growth"⁶⁸. Questo coinvolgimento attivo può e deve trasformarsi in un miglioramento effettivo della governance aziendale e in una maggiore attenzione alla creazione di valore nel lungo termine.

Una pianificazione finanziaria a lungo termine è di fondamentale importanza per poter gestire nel modo più efficacemente possibile gli obblighi di servizio del debito e per supportare, al contempo, le strategie di crescita aziendale. In tal senso le aziende devono essere in grado di prevedere accuratamente i flussi di cassa futuri per poter soddisfare i pagamenti del debito. Jensen (1986) sottolinea come "leveraged firms benefit greatly from robust financial management systems that provide real-time data and predictive analytics for better decision-making"⁶⁹.

Inoltre, le politiche finanziarie post-LBO devono tenere anche conto della necessità di mantenere un certo grado di flessibilità per poter rispondere al meglio ad eventuali opportunità di

⁶⁶ Fabozzi, F. J. (2016). Handbook of Fixed Income Securities. McGraw-Hill Education.

⁶⁷ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin.

⁶⁸ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). "Leveraged Buyouts and Private Equity." Journal of Economic Perspectives, 23(1), 121-146.

⁶⁹ Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review.

investimento e a possibili crisi finanziarie. Tale aspetto spesso induce le aziende ad includere nei loro piani la creazione di riserve di liquidità o l'accesso a linee di credito revolving che permettano di affrontare al meglio improvvise esigenze di liquidità. Marks (2011) evidenzia che "maintaining financial flexibility through liquidity reserves or revolving credit lines is crucial for navigating uncertain economic environments"⁷⁰.

In ultima istanza tra le implicazioni di un LBO sulle politiche finanziarie, troviamo anche gli effetti che possono riverberarsi sulle politiche di distribuzione dei profitti. Esse, infatti, a seguito di un LBO possono subire delle modifiche, anche significative. Le aziende potrebbero ridurre o, in alcuni casi, sospendere i dividendi in modo da preservare un certo ammontare dei flussi di cassa, al fine di avere disponibile la liquidità necessaria a coprire il servizio del debito. Questo può notevolmente influenzare le relazioni con gli azionisti, i quali vorrebbero ottenere rendimenti regolari sui loro investimenti. Come osservato da Brealey e Myers (2011), "leveraged buyouts often lead to reduced dividend payouts to conserve cash for debt servicing"⁷¹.

Inoltre, anche la pianificazione e le strategie di crescita aziendale possono essere significativamente influenzate dalle implicazioni di un LBO. L'elevato grado di indebitamento può limitare la capacità dell'azienda di investire in nuove opportunità di crescita o in progetti di espansione. Tuttavia, una gestione attenta e strategica del debito nel post-LBO può permettere di sfruttare il leverage per finanziare la crescita, come sottolineato da Kaplan (2008), "leveraged buyouts can act as a catalyst for growth if managed properly, providing the necessary capital while imposing financial discipline"⁷².

⁷⁰ Marks, H. (2011). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.

⁷¹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.

⁷² Kaplan, S. N. (2008). *Are U.S. Companies Too Short-Term Oriented? Some Thoughts*. Chicago Booth Research Paper (No. 08-16).

2.2.2 Effetti sui rendimenti aziendali e degli obbligazionisti

L'uso prorompente del leverage nelle operazioni di Leverage Buy-Out può avere impatti significativi sui rendimenti delle aziende coinvolte. Uno degli aspetti essenziali dell'utilizzo del leverage è la sua capacità di amplificare i rendimenti per gli azionisti, ciò è dovuto principalmente all'uso di capitale di terzi per finanziare l'acquisizione. Come evidenziano Kaplan e Strömberg (2009), "Leverage can significantly enhance equity returns by allowing the acquirer to control a larger asset base with a smaller equity investment"⁷³. Tuttavia, come già più volte evidenziato, questo aumento dei rendimenti non è privo di rischi. Infatti, una maggiore esposizione al debito comporta forzatamente una maggiore sensibilità agli eventuali cambiamenti nelle condizioni economiche, il che può tradursi in una maggiore volatilità dei rendimenti finanziari dell'azienda. Ad esempio, durante periodi di recessione economica oppure in presenza di forti shock, le aziende altamente leveraged possono trovarsi a fronteggiare difficoltà dovute al servizio del debito, il che può comprometterne la stabilità finanziaria e operativa e il loro going concern.

Un'approfondita analisi del rapporto rischio-rendimento diviene perciò cruciale al fine di comprendere appieno gli effetti del leverage nelle operazioni di LBO. Questa valutazione deve considerare non solo i potenziali benefici in termini di rendimento, ma anche i relativi rischi associati all'utilizzo elevato dello strumento debitorio. La capacità di una azienda di saper gestire efficacemente il proprio debito diviene determinante per la sua sostenibilità nel lungo periodo e per la creazione e successiva protezione del valore per gli azionisti e gli obbligazionisti.

Il rapporto rischio-rendimento nelle LBO è strettamente legato a quella che sarà la struttura del capitale dell'azienda nel periodo post-acquisitorio. La combinazione di debito e capitale proprio deve essere correttamente bilanciata per poter ottimizzare i benefici dell'effetto leva senza compromettere la stabilità finanziaria dell'azienda. Come evidenziato da Metrick e Yasuda (2010), "A balanced capital structure is essential for maximizing returns while mitigating financial risks"⁷⁴. Il principale rischio associato ad un utilizzo elevato del leverage è l'aumento della probabilità di default. Infatti, quando un'azienda assume una significativa quantità di debito, la pressione per generare flussi di cassa che siano sufficienti per ripagare gli oneri debitori può notevolmente

⁷³ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

⁷⁴ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.

aumentare. Questo risulta essere particolarmente problematico in contesti economici avversi, dove le entrate stimate e prospettive possono essere inferiori ed i costi di finanziamento possono aumentare.

Oltre all'incremento del rischio di default, l'utilizzo di un leverage significativo può influire in modo negativo anche sulla flessibilità finanziaria dell'azienda. Ciò è, in parte, dovuto alle rigide condizioni associate ai covenants del debito che possono limitare le capacità dell'azienda. Graham e Harvey (2001) sottolineano che "Restrictive debt covenants can hinder a company's ability to invest in growth opportunities and adapt to market changes"⁷⁵.

L'effetto di una leva elevata può anche avere implicazioni significative per gli obbligazionisti. In particolare, per quelli che hanno sottoscritto questi titoli precedentemente all'LBO. Le obbligazioni emesse prima di un LBO possono essere soggette ad un aumento del rischio percepito, portando ad un deprezzamento del loro valore di mercato. Questo rischio aggiuntivo viene spesso compensato mediante l'emissione di nuove obbligazioni con rendimenti più elevati rispetto a quelle precedenti ed ordinarie, ciò è necessario per poter attrarre investitori disposti a sopportare tale maggior rischio. Fabozzi (2008) afferma come "Higher yields on bonds issued during an LBO reflect the increased risk premium demanded by investors."⁷⁶

Un altro aspetto cruciale dell'analisi del rendimento finanziario e del rapporto rischio-rendimento intacca, questa volta, i portatori di equity. In alcune situazioni può esserci un impatto notevole sulle politiche di distribuzione dei profitti agli azionisti. In breve dopo un LBO, le aziende possono ridurre o, in alcuni casi, sospendere i dividendi in modo da poter conservare la liquidità prodotta e garantire il servizio del debito. Questa decisione può influenzare non poco le aspettative degli azionisti ed alterare, in tal modo, la percezione del rischio dell'azienda. Brealey, Myers e Allen (2011) osservano che "post-LBO dividend policies are often adjusted to conserve cash for debt servicing, which can affect shareholder returns"⁷⁷. Approfondiremo meglio questo aspetto nei paragrafi successivi.

⁷⁵ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

⁷⁶ Fabozzi, F. J. (2008). *Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments*. Wiley.

⁷⁷ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.

Inoltre, la sostenibilità del leverage a lungo termine dipende largamente dalla capacità dell'azienda di riuscire migliorare le proprie operazioni e aumentare la redditività. Gli investitori di private equity giocano un ruolo fondamentale in questo processo. Kaplan e Strömberg (2009) notano che "Operational improvements and strategic realignment by private equity sponsors are critical for enhancing the long-term value of the leveraged company"⁷⁸.

Le obbligazioni che vengono emesse durante e dopo un Leverage Buy-Out possono presentare caratteristiche peculiari in termini di rendimento che riflettono l'aumento del rischio finanziario dell'azienda Target.

Questi rendimenti più elevati diventano necessari in situazioni di questo tipo, al fine di poter attrarre investitori disposti a sopportare il maggiore rischio di default associato alle operazioni di LBO o al fallimento dell'operazione stessa. Questo rischio aggiuntivo si traduce, pertanto, in un maggiore costo del capitale per l'azienda, che deve offrire tassi di interesse più elevati per riuscire a raccogliere fondi sul mercato obbligazionario e a collocare le obbligazioni di cui ha bisogno per finanziarsi. Tuttavia, quest'offerta di rendimenti più elevati può anche rappresentare un'importante opportunità per gli investitori disposti a gestire questo tipo di rischi, consentendo loro di ottenere rendimenti superiori rispetto alle obbligazioni emesse in condizioni finanziarie ordinarie o più stabili.

Analizzando il panorama complessivo dei sottoscrittori di debito, non si può escludere da questa analisi gli obbligazionisti titolari di obbligazioni emesse prima di un LBO. Questi titoli a seguito, e durante, l'operazione possono vedere un significativo cambiamento del loro valore di mercato. Infatti, il valore di queste obbligazioni è legato a doppio filo alla percezione che si ha del rischio finanziario dell'azienda emittente. Con l'aumento del debito causato dall'LBO, il rischio percepito dagli investitori aumenta, portando di conseguenza ad un deprezzamento, a volte anche importante, delle obbligazioni preesistenti. Secondo Altman (1984), "The likelihood of default increases significantly with higher leverage, particularly during economic downturns"⁷⁹.

Questo cambiamento di valore può dipendere da vari fattori, tra cui la solidità finanziaria preesistente dell'azienda, il tipo struttura del nuovo debito emesso e le condizioni economiche

⁷⁸ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

⁷⁹ Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.

generali del momento. Un esempio importante di questo fenomeno si può osservare nell'acquisizione di RJR Nabisco nel 1988. Durante questa operazione di LBO, il valore delle obbligazioni preesistenti di RJR Nabisco è diminuito in maniera significativa a causa dell'aumento del rischio finanziario percepito dai creditori. Burrough e Helyar (1990) descrivono come "The increased leverage from the buyout led to a sharp decline in the value of existing bonds as investors reassessed the company's ability to service its new debt load"⁸⁰.

Le obbligazioni che vengono emesse in un contesto di LBO sono spesso accompagnate da condizioni più rigorose, dovute alla situazione nella quale vengono emesse, e da clausole di protezione per gli investitori, che generano effetti più restrittivi e diritti di controllo più stringenti. Al contrario, le obbligazioni emesse in condizioni aziendali e di mercato che si possono considerare normali, quindi senza l'influenza di un LBO, tendono a offrire rendimenti più bassi, riflettendo un rischio finanziario inferiore, e che si muovono in prevalenza per effetto dell'andamento dei tassi di mercato. La stabilità finanziaria dell'azienda emittente in condizioni normali consente l'ottenimento di finanziamenti a costi inferiori, poiché, se l'azienda è stabile e ben strutturata, gli investitori percepiscono un rischio minore.

In conclusione, ciò che emerge è che effettuare un'analisi dettagliata del rapporto rischio-rendimento è di fondamentale importanza per valutare gli impatti complessivi di un LBO. Inoltre, bisogna prestare attenzione al fatto che l'aumento del leverage può influenzare negativamente il valore delle obbligazioni esistenti e richiedere rendimenti più elevati per le nuove emissioni obbligazionarie. La perdita di valore delle obbligazioni preesistenti può a sua volta rendere più difficile la collocazione di quelle post-LBO, soprattutto se si tratta sottoscrittori con cui si hanno rapporti continuativi nel tempo. Gli effetti sugli obbligazionisti, sia precedenti che successivi all'LBO, sono cruciali per la riuscita dell'operazione e meritano un'analisi approfondita.

2.2.3 Rischio e Volatilità

Il rischio e la volatilità finanziaria sono due aspetti importanti e la loro analisi risulta cruciale all'interno delle operazioni di Leverage Buy-Out. L'uso intensivo del debito, ovvero un leverage

⁸⁰ Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. Harper & Row.

elevato, per finanziare l'acquisizione di un'azienda, amplifica, come già evidenziato, sia i potenziali guadagni che, al contempo, le possibili perdite. In questo contesto, diviene essenziale valutare con attenzione i diversi tipi di rischio associati alla specifica operazione di LBO. In particolare, tra i rischi ricorrenti di questo tipo di operazioni, in questo paragrafo ci occuperemo dei rischi di mercato, di credito e operativi. Essi, se vengono gestiti correttamente ed in modo efficace, è possibile aumentare e, nel caso, proteggere il valore per tutte le parti interessate.

Il rischio di mercato è un fattore importante e largamente attenzionato nell'esecuzione delle operazioni di Leverage Buy-Out, riguarda le possibili variazioni avverse nelle condizioni dei mercati finanziari che possono influenzare, anche pesantemente e negativamente, le performance dell'azienda oggetto di LBO. Il rischio di mercato include fattori come le fluttuazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, e delle valutazioni di mercato che possono significativamente elevare il costo del debito assunto e ridurre quella che è la stabilità finanziaria complessiva dell'azienda.

Una delle preoccupazioni maggiori legate al rischio di mercato nelle operazioni di LBO è l'andamento dei tassi di interesse, seguito strettamente dalle proiezioni di politica monetaria delle banche centrali. Poiché larga parte del finanziamento complessivo in un LBO avviene mediante l'utilizzo di debito e strumenti ad esso assimilabili, delle variazioni nei tassi di interesse possono quantitativamente influenzare in modo sostanziale il servizio del debito. Un aumento imprevisto dei tassi di interesse nel mercato può comportare un incremento significativo dei costi finanziari, riducendo la liquidità aziendale e incrementando il rischio di default. Come sottolineano Brealey, Myers e Allen (2011), "an unexpected rise in interest rates can significantly increase the cost of servicing debt, thereby reducing the company's cash flow and financial stability"⁸¹.

Inoltre, le operazioni di LBO sono significativamente vulnerabili alle fluttuazioni nei tassi di cambio, in particolare quando l'azienda Target opera largamente su mercati internazionali oppure detiene passività denominate in valute diverse da quella di riferimento. Le variazioni nei tassi di cambio possono incidere sia sui costi operativi che sui ricavi, generando incertezze aggiuntive nella gestione finanziaria. Secondo Merton (1995), "exchange rate volatility can introduce

⁸¹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.

significant risks to the cash flows of firms involved in cross-border LBOs, necessitating sophisticated hedging strategies to mitigate these exposures"⁸².

Un altro elemento di fondamentale importanza facente parte del rischio di mercato è la volatilità nei prezzi delle azioni. Le aziende che vengono acquisite mediante un LBO spesso mirano a essere rivendute, in un futuro prossimo, ad un prezzo superiore, e le fluttuazioni nei valori azionari in corso d'opera possono influenzare quest'aspetto, portando poi ad una riduzione dei rendimenti attesi. Periodi di alta volatilità nei mercati possono rendere particolarmente difficile la pianificazione delle strategie di uscita, complicando notevolmente il raggiungimento degli obiettivi di rendimento per gli investitori di private equity ed aumentando il rischio di perdita nel caso le cose non vadano come preventivato. Gompers et al. (2016) evidenzia che, "market volatility can adversely affect the exit strategy of private equity firms, making it challenging to achieve the desired return on investment"⁸³.

Per riuscire a mitigare il rischio di mercato, le aziende coinvolte in operazioni di LBO devono forzatamente adottare strategie finanziarie avanzate che includono anche l'utilizzo di strumenti derivati per coprire il rischio di tasso di interesse e di cambio, nonché un'attiva gestione del portafoglio al fine di sapersi adattare rapidamente ai repentini cambiamenti di mercato. Ad esempio, l'utilizzo di strumenti come gli swap sui tassi di interesse può notevolmente aiutare nello stabilizzare i costi del debito, mentre le options e futures possono essere utili per proteggere l'azienda dalle fluttuazioni valutarie. Graham e Harvey (2001) sottolineano come "derivative instruments such as interest rate swaps and currency futures are essential tools for managing the financial risks associated with leveraged buyouts"⁸⁴.

Una diversificazione del portafoglio aziendale rappresenta una misura di protezione ulteriore di cui l'azienda Target si può servire per cercare di ridurre il rischio di mercato. Infatti, investendo in settori e mercati diversi tra loro, le aziende possono ridurre notevolmente l'esposizione alle fluttuazioni negative quando riguardano un singolo settore o mercato. Questo approccio riesce a

⁸² Merton, R. C. (1995). *A functional perspective of financial intermediation*. *Financial Management*, 24(2), 23-41.

⁸³ Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). "What do private equity firms say they do?" *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.

⁸⁴ Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

migliorare la resilienza sostanziale dell'azienda acquisita, rendendola, in tal modo, meno vulnerabile alle condizioni di mercato avverse. Secondo Koller, Goedhart, e Wessels (2010), "diversifying the business portfolio can mitigate market risks by spreading exposure across various industries and geographical regions, thus enhancing overall financial stability"⁸⁵.

Infine, una gestione del rischio di mercato efficace, richiede, in ogni caso, una costante analisi e monitoraggio delle condizioni economiche di mercato e una pianificazione strategica adeguata. Le aziende devono essere pronte a reagire rapidamente alle possibili variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e delle condizioni di mercato per poter, in tal modo, preservare il loro valore e quello degli investitori. Marks (2011) sottolinea l'importanza di un approccio proattivo alla gestione del rischio di mercato, affermando che "proactive market risk management is crucial for maintaining financial stability and achieving long-term success in leveraged buyouts"⁸⁶.

Un altro elemento di analisi è il rischio di credito. Esso riguarda la possibilità che l'azienda acquisita possa trovarsi nella situazione di non essere in grado di soddisfare i propri obblighi verso i debitori. Questo rischio è particolarmente sentito nelle operazioni di LBO, dove l'elevata leva utilizzata per finanziare l'acquisizione può mettere notevolmente sotto pressione la capacità dell'azienda di generare i flussi di cassa necessari per il servizio del debito. Infatti, un deterioramento delle condizioni operative o un imprevisto calo dei ricavi può modificare quelle che erano le prospettive di liquidità, compromettendo questa capacità e, in tal modo, aumentando significativamente il rischio di default.

Una gestione superficiale o inefficace del rischio di credito può comportare conseguenze devastanti per la società. Quando un'azienda acquisita attraverso un LBO non è più in grado di soddisfare i propri obblighi debitori, può trovarsi a dover affrontare una serie di problemi finanziari, inclusa la possibilità di bancarotta. La bancarotta, produce effetti importanti in questo ambito, infatti, non solo distrugge il valore per gli investitori ma, nei casi più gravi, può anche portare alla liquidazione degli asset aziendali a prezzi ribassati, riducendo ulteriormente le probabilità di recupero per i creditori.

⁸⁵ Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons.

⁸⁶ Marks, H. (2011). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.

Un esempio significativo di una cattiva gestione del rischio di credito si può ricercare nel caso dell'acquisizione di Energy Future Holdings (EFH) da parte di un consorzio di società di private equity nel 2007. EFH, originariamente denominata TXU Corporation, è stata acquisita in una delle più grandi operazioni di LBO degli ultimi anni, con un valore di transazione di oltre 45 miliardi di dollari. Tuttavia, la società ha poi dichiarato bancarotta nel 2014 a causa di un insieme di fattori, tra cui un elevato debito e un inatteso calo dei prezzi dell'energia. Questo caso evidenzia come un'elevata leva finanziaria, combinata con un repentino calo dei ricavi, possa condurre ad un rischio di credito insostenibile, portando l'azienda al default. Come osserva Damodaran (2016), "high leverage can turn manageable business risks into insurmountable financial risks"⁸⁷.

Per limitare il rischio di credito, diviene essenziale che gli acquirenti conducano ex ante una due diligence approfondita prima di procedere con l'acquisizione. Questo processo include un'analisi specifica dei flussi di cassa previsti, delle proiezioni di redditività futura e della struttura del debito ottimale per quello specifico caso. Una due diligence efficace non può esimersi dal considerare una serie di potenziali scenari negativi e le strategie di mitigazione del rischio. Kaplan e Strömberg (2009) sottolineano che "thorough due diligence is critical in assessing the credit risk associated with an LBO, helping to ensure that the target company can generate sufficient cash flow to meet its debt obligations"⁸⁸.

Un'altra strategia che spesso viene utilizzata al fine di poter mitigare il rischio di credito è l'utilizzo di strumenti finanziari derivati. In particolare, strumenti come i credit default swaps (CDS) possono essere utilmente impiegati per poter trasferire il rischio di default dell'azienda Target ad una terza parte. Questo approccio può notevolmente aiutare nella protezione dei creditori dagli effetti negativi di un deterioramento delle condizioni di credito, portando innumerevoli benefici ed aumentando in tal modo la sicurezza dei creditori, a vantaggio anche dell'azienda stessa. Secondo Hull (2018), "credit default swaps can provide a valuable hedge against the risk of default, transferring the risk to another party and thus protecting the company's financial stability"⁸⁹.

⁸⁷ Damodaran, A. (2016). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

⁸⁸ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). "Leveraged Buyouts and Private Equity." *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

⁸⁹ Hull, J. C. (2018). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson.

Un altro aspetto fondamentale in questo ambito è che la società effettui un'adeguata diversificazione delle fonti di finanziamento, questo fattore può notevolmente contribuire a ridurre il rischio di credito complessivo. Infatti, utilizzando una corretta combinazione di debito senior, debito subordinato e equity, le aziende possono avvicinarsi ad ottenere una struttura del capitale ottimale, più bilanciata e flessibile. Questa diversificazione consente, inoltre, di distribuire il rischio tra diverse tipologie di investitori, consentendo, in tal modo, all'azienda di ridurre la dipendenza da una singola fonte di finanziamento. Come sottolinea Brealey, Myers e Allen (2011), "a diversified capital structure can enhance financial flexibility and reduce the overall risk of default"⁹⁰.

Infine, è necessario effettuare una gestione proattiva del rischio di credito, ciò richiede un monitoraggio continuo di quelle che sono le condizioni finanziarie dell'azienda e dei mercati. Le società devono essere pronte ad intraprendere misure correttive tempestive in caso di segnali di deterioramento della qualità del credito. Questo può includere diverse azioni, tra cui: la rinegoziazione dei termini del debito, l'adozione di misure di riduzione dei costi e l'implementazione di strategie di miglioramento operativo. Marks (2011) enfatizza l'importanza di un approccio proattivo, affermando che "active credit risk management is essential for identifying potential issues early and taking corrective actions to maintain financial health"⁹¹.

Il terzo fattore di rischio analizzato è il rischio operativo. Esso fa specificatamente riferimento a quelle che sono le possibili inefficienze interne e alle problematiche gestionali che affliggono la società, e che possono influenzare negativamente le performance dell'entità acquisita. Le operazioni di LBO, per loro natura, comportano spesso importanti cambiamenti di tipo organizzativo all'interno dell'azienda Target come: interventi e tagli nella struttura dei costi, ristrutturazioni e modifiche gestionali. Questo tipo di cambiamenti, soprattutto se vasti, possono generare notevoli instabilità e disfunzioni operative se non attentamente valutati ex ante e correttamente gestiti ex post.

Tra i principali strumenti utilizzati, al fine di mitigare il rischio operativo, c'è l'implementazione delle cosiddette "pratiche di gestione avanzate", nonché, se necessario, il coinvolgimento di

⁹⁰ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin.

⁹¹ Marks, H. (2011). The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor. Columbia University Press.

molteplici esperti del settore. Come sottolinea Jensen (1989), "the active involvement of private equity sponsors in corporate governance can lead to substantial improvements in company performance"⁹². Inoltre, gli investitori di private equity apportano spesso nuove competenze strategiche ed operative, che possono essere estremamente utili a migliorare l'efficienza aziendale e ad identificare nuove opportunità di crescita. Un esempio emblematico di ciò è l'acquisizione di Burger King da parte del fondo 3G Capital nel 2010. Dopo l'acquisizione, 3G Capital ha implementato rigorose misure di controllo dei costi e ha introdotto un nuovo team di gestione che trasferisse all'interno della società nuove competenze. Questo tipo di iniziative hanno portato ad un significativo incremento delle performance operative e finanziarie dell'azienda. Come riportato da Gompers et al. (2016), "the active management and strategic oversight provided by 3G Capital significantly enhanced Burger King's profitability and market position"⁹³.

Per concludere, un'attenta gestione del rischio e della volatilità nelle operazioni di Leverage Buy-Out richiede un approccio integrato che tenga in considerazione tutte le variabili in gioco. Una valutazione approfondita di quelli che sono i rischi di mercato, di credito e operativi dello specifico caso diviene di fondamentale importanza per garantire il successo dell'operazione e proteggere il valore per tutte le parti interessate.

⁹² Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

⁹³ Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). "What do private equity firms say they do?" *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.

2.3 Implicazioni finanziarie a breve e lungo termine delle LBO sulle aziende coinvolte.

Nel Paragrafo 2.3, vengono analizzate le possibili implicazioni finanziarie delle operazioni di LBO sulle entità in esse coinvolte, con particolare attenzione agli effetti sul breve e brevissimo periodo ma anche nel lungo termine. Il focus, quindi, sarà dapprima sugli impatti immediati che le LBO hanno sulla liquidità aziendale e sui flussi di cassa. Si evidenzieranno poi le sfide collegate alla gestione di un elevato debito e all'esigenza di immediata liquidità nel periodo post-acquisizione. Questo paragrafo della tesi cerca di fornire un frame di analisi quanto più completo possibile delle complesse relazioni causa-effetto che si vengono a scatenare nelle operazioni di LBO, evidenziando, al contempo, anche come una gestione attenta e rigorosa del debito e delle risorse finanziarie possa essere considerata di notevole importanza al fine di garantire la stabilità e il successo a lungo termine delle aziende coinvolte.

2.3.1 Implicazioni a breve termine sul flusso di cassa e sulla liquidità

Le operazioni di leverage buy-out possono, nel breve periodo, comportare per l'azienda target significative implicazioni, soprattutto finanziarie. Ciò avviene principalmente in termini di disponibilità liquide e flusso di cassa. La fase post-acquisizione, può essere definita come un periodo di transizione, infatti, l'azienda deve confrontarsi con un sostanziale aumento del debito e con i relativi pagamenti di interessi. Questa situazione può mettere a dura prova, o in alcuni casi anche compromettere, la capacità dell'azienda di riuscire a gestire efficacemente quelle che sono le sue normali operazioni quotidiane o investimenti e obblighi finanziari immediati. Ciò dipende in buona parte anche dalla correttezza degli studi e calcoli effettuati nel periodo pre-LBO dall'ente acquirente, nonché anche dall'accuratezza delle previsioni macroeconomiche. È vero infatti che, se tali calcoli e previsioni si rivelassero adeguati e coerenti, le difficoltà e sfide sopracitate potrebbero non manifestarsi o nel caso emergere con minore intensità. Questo è particolarmente evidente quando calcoli e le previsioni riguardano la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa tali da poter sostenere l'ammontare di debito di cui verrà caricata l'azienda target. Questa considerazione è alla base dell'operazione, infatti, per quanto si possa agire sull'azienda e sul suo modus operandi al fine di migliorare i molteplici aspetti legati alla gestione della liquidità, che verranno di seguito elencati, se calcoli e previsioni relativi ai flussi di cassa operativi si dovessero rivelare significativamente errati, ciò potrebbe generare una situazione non rimediabile e

pertanto potrebbe mettere a rischio la finalizzazione dell'intera operazione. Lo studio di adeguatezza dei flussi di cassa operativi previsionali occupa, quindi, una posizione rilevante all'interno degli studi di fattibilità effettuati in sede di pre-LBO, la cui correttezza inciderà pesantemente sia nel breve che nel medio periodo post-LBO.

Focalizzandoci ora nel breve periodo, tra le sfide principali post-LBO abbiamo, quindi, la gestione del nuovo debito contratto per finanziare l'acquisizione. "The immediate financial burden of high interest payments can constrain the firm's liquidity, limiting its ability to invest in growth opportunities and meet short-term liabilities" (Kaplan & Strömberg, 2009)⁹⁴. La gestione efficiente del passivo presente ex ante e delle nuove passività assunte ex post, diviene di fondamentale importanza al fine di poter evitare innumerevoli problemi di liquidità che potrebbero manifestarsi e compromettere la notevolmente stabilità economica e finanziaria dell'azienda.

Nell'immediato post-LBO, la pressione degli interessi debitori sui flussi di cassa può diventare estremamente elevata. Le aziende appena acquisite tramite un LBO devono, pertanto, affrontare una moltitudine di sfide operative e finanziarie che richiedono prontezza ed un'abbondante disponibilità di liquidità. L'aumento dei flussi di cassa al servizio del debito e delle spese legate all'integrazione post-LBO possono sconvolgere notevolmente quello che era il ciclo dei flussi aziendali e ridurre, anche drasticamente, la liquidità disponibile, causando l'emersione di tensioni finanziarie. Diviene, quindi, molto importante che l'azienda target sviluppi un piano di gestione della liquidità forte ed ampio, che tenga conto di queste esigenze immediate, magari anche attraverso la costituzione di riserve di cassa adeguate, l'accesso a linee di credito rotative ed una scenarizzazione dei piani adeguata.

Una delle prime e principali conseguenze di questo assorbimento dei flussi cassa per il servizio del debito in un LBO è l'immediato impatto sulla liquidità ad uso operativo. Questi flussi di cassa, che in precedenza potevano, o necessitavano, di essere utilizzati per poter espandere le operations o investire in nuovi progetti, vanno ora a essere destinati al sostenimento del debito. Questo può causare una significativa riduzione della liquidità disponibile per le necessità operative quotidiane, generando conseguenze importanti per il proseguo dell'attività aziendale. "The strain on cash flow can lead to a liquidity crunch, where the firm struggles to meet its short-

⁹⁴ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

term obligations, such as supplier payments and payroll" (Jensen, 1989)⁹⁵. Questo effetto si presenta con particolare intensità nei primi mesi post-acquisizione, quando l'azienda deve ancora adattarsi alla nuova struttura del capitale che gli è stata imposta e alle esigenze finanziarie che ne conseguono.

Inoltre, vi è pur sempre la necessità di mantenere un livello minimo di liquidità per far fronte ad eventuali imprevisti, il che può ulteriormente limitare la flessibilità finanziaria dell'azienda. Le imprese spesso devono rivedere le loro strategie di gestione del capitale circolante per liberare liquidità, ad esempio accelerando la riscossione dei crediti o negoziando termini di pagamento più lunghi con i fornitori. "Effective working capital management becomes critical, as firms need to optimize their cash conversion cycles to ensure sufficient liquidity" (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2010)⁹⁶. Queste misure, sebbene molto utili e spesso necessarie, possono introdurre ulteriori elementi di complessità nella gestione operativa e richiedere un'attenta pianificazione in base al settore o alle sue abitudini e alla tipologia di clienti e fornitori.

Un altro aspetto particolare rilevanza è la gestione delle riserve di cassa. Spesso, le aziende oggetto di LBO possono essere indotte dai finanziatori a mantenere livelli di liquidità più alti rispetto a quanto normalmente farebbero, per poter garantire i pagamenti di interessi e altre uscite finanziarie. Questo aumento delle riserve di cassa può ridurre ulteriormente le risorse disponibili per altre attività strategiche aziendali, limitando, in tal modo, la capacità dell'azienda di crescere e innovare nel breve termine. "Maintaining higher cash reserves can act as a buffer against financial distress, but it also ties up capital that could otherwise be invested in profitable ventures" (Damodaran, 2016)⁹⁷.

Infine, le immediate implicazioni negative della nuova struttura finanziaria post-LBO sulla liquidità possono essere mitigate attraverso un utilizzo accorto di particolari strumenti di finanziamento a breve termine. Un esempio di questi strumenti possono essere le linee di credito rotative, i prestiti ponte e altre forme di finanziamento temporaneo. Esse possono fornire un'elasticità adatta a garantire le esigenze di liquidità nel breve periodo. Tuttavia, l'utilizzo di questi particolari

⁹⁵ Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

⁹⁶ Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

⁹⁷ Damodaran, A. (2016). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

strumenti a breve termine dev'essere bilanciato con i costi aggiuntivi che essi comportano, onde evitare di aggravare il problema dell'assorbimento del flusso di cassa da parte del debito. "Short-term financing solutions can provide immediate relief, but they must be carefully managed to avoid compounding the firm's financial burden" (Fabozzi, 2008)⁹⁸.

Per affrontare questi problemi, le aziende devono adottare soluzioni strategiche che consentano di gestire efficacemente la liquidità. Una delle prime misure, come già accennato, consiste nell'implementazione di una gestione del capitale circolante più attenta e puntuale. Accelerare il ciclo di riscossione dei crediti può generare un incremento di liquidità prezioso nel breve termine. Inoltre, negoziare termini di pagamento maggiormente dilazionati nel tempo con i fornitori può aiutare a mantenere la liquidità interna. "Optimizing working capital management is crucial in maintaining liquidity during the immediate post-LBO period" (Brigham & Ehrhardt, 2013)⁹⁹.

L'utilizzo di strumenti di finanziamento a breve termine, come le linee di credito rotative, non è utile solo ad aumentare la flessibilità dell'azienda. Questi strumenti possono, infatti, fornire un cuscinetto finanziario nel caso si manifestino episodi di tensione sulla liquidità, consentendo, in tal modo, all'azienda di essere in grado di coprire le spese operative senza compromettere irrimediabilmente la stabilità finanziaria. Tuttavia, è essenziale gestire con attenzione questi strumenti per evitare un ulteriore indebitamento mal impiegato ed un aumento del costo del debito complessivo. "Short-term credit facilities can offer a necessary liquidity cushion, but must be carefully balanced to prevent exacerbating financial strain" (Ross, Westerfield, & Jordan, 2013)¹⁰⁰.

Inoltre, le aziende possono considerare il fatto che il debito assunto in precedenza può essere rifinanziato. Rinegoziare le condizioni di pagamento o estendere le scadenze può notevolmente aiutare nella riduzione dell'onere finanziario immediato e migliorare la posizione di liquidità, soprattutto se sono cambiate le condizioni economiche dal momento in cui si ha assunto quel debito. Questo approccio, sebbene possa essere molto utile, richiede una valutazione attenta dei costi e dei benefici associati, nonché delle condizioni di mercato attuali e prospettiche, poiché il

⁹⁸ Fabozzi, F. J. (2008). *Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments*. Wiley.

⁹⁹ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. South-Western Cengage Learning.

¹⁰⁰ Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2013). *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

rifinanziamento può comportare costi aggiuntivi. "Debt refinancing can alleviate short-term liquidity pressures, but it is imperative to weigh the associated costs" (Damodaran, 2012)¹⁰¹.

Le aziende possono valutare anche la possibilità di vendere determinati asset non strategici e liberare in tal modo liquidità immobilizzata. Una strategia di questo tipo, che non deve per forza sfociare in un "downsizing", può fornire un'entrata di cassa immediata, che può essere rapidamente utilizzata per soddisfare le esigenze operative, qualora ve ne sia bisogno, o finanziare il pagamento degli interessi sul debito. Tuttavia, non va sottovalutato il fatto che la vendita di asset aziendali deve essere effettuata con prudenza per evitare di snaturare la società e comprometterne le future capacità operative. "Selling non-core assets can provide a quick liquidity boost, but must be approached judiciously to avoid undermining long-term operational capabilities" (Kaplan & Schoar, 2005)¹⁰².

Infine, per quanto riguarda la liquidità e il flusso di cassa a breve termine, è di fondamentale importanza che l'azienda mantenga una comunicazione continua e trasparente con i suoi stakeholder, includendo anche creditori e fornitori. Stabilire un ampio dialogo può facilitare la negoziazione dei termini di pagamento più favorevoli, di cui poc'anzi si è discusso, e costruire la fiducia necessaria per essere, anche esternamente, supportati nell'attraversamento delle sfide finanziarie immediate. "Maintaining transparent communication with stakeholders is vital for negotiating favorable terms and building trust during periods of financial uncertainty" (Jensen & Meckling, 1976)¹⁰³.

In conclusione, le implicazioni finanziarie a breve termine delle operazioni di LBO richiedono una pianificazione attenta ed una gestione accorta del flusso di cassa e della liquidità. Le aziende target possono adottare molteplici strategie proattive al fine di poter gestire efficacemente l'aumento del debito e il pagamento dei relativi interessi, assicurandosi il mantenimento di una solida posizione di liquidità per sostenere le operazioni quotidiane e gli investimenti necessari.

¹⁰¹ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.

¹⁰² Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

¹⁰³ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

2.3.2 Effetti a lungo termine sulla struttura finanziaria e sulla crescita

Le implicazioni di un'operazione di Leverage Buy-Out sulla struttura finanziaria delle aziende coinvolte sono innumerevoli e significative, con importanti effetti che possono essere estremamente prolungati ed andare ben oltre il, già analizzato, breve termine. L'elevato utilizzo del debito, quindi un aumento del Leverage, può modificare ampiamente il rapporto tra debito ed equity, influenzando, in tal modo, le politiche finanziarie future e di finanziamento a medio termine dell'azienda. Una gestione efficace del debito emesso attraverso l'LBO può, pertanto, diventare un'opportunità utile sia per poter ottimizzare la struttura del capitale che per sostenere la crescita stabile e duratura a lungo termine.

L'LBO può costituire una significativa opportunità per consentire ai vertici aziendali di riformulare e rafforzare quelle che sono le precedenti politiche finanziarie e di finanziamento dell'azienda. A seguito dell'LBO, il livello di indebitamento più elevato richiede una rigorosa disciplina finanziaria volta a garantire una sostenibilità aziendale a lungo termine e a ridurre il più possibile il rischio di default. Questi obiettivi impongono ai dirigenti la necessità di attuare politiche finanziarie più conservative e strategie di gestione del debito maggiormente efficaci.

Una delle strategie più efficaci post-LBO è quella che viene definita come "gestione proattiva del debito". La gestione proattiva del debito si riferisce a strategie e pratiche attuate da un'entità economica, che sia un'impresa, un governo o un individuo, al fine poter ottimizzare e controllare in modo attivo il proprio debito. L'obiettivo alla base è quello di migliorare la propria posizione finanziaria, ridurre i costi del debito e mitigare i rischi associati all'indebitamento, soprattutto se elevato. L'azienda deve operare mantenendo un approccio particolarmente prudente in relazione alla gestione delle scadenze del debito, cercando quanto più di allungare le maturità e di negoziare condizioni favorevoli con i creditori. Questo può anche includere il rifinanziamento del debito emesso pre-LBO al fine di ottenere tassi di interesse minori o per prolungare il periodo entro cui deve avvenire il rimborso. "Effective debt management involves negotiating better terms and extending maturities to ensure that the company can meet its obligations without compromising operational flexibility" (Brigham & Ehrhardt, 2013)¹⁰⁴.

Oltre alla gestione del debito, un'altra politica finanziaria necessaria è la conservazione di liquidità sufficiente a garantire la continuità operativa all'azienda. Questo può essere ottenuto attraverso

¹⁰⁴ Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). Financial Management: Theory & Practice. South-Western Cengage Learning.

l'ottimizzazione delle scorte, l'adozione di pratiche conservative nella gestione del capitale circolante commerciale (di cui i precedenti paragrafi) e un'attenta pianificazione dei flussi di cassa, tenendo conto anche degli investimenti futuri. "Maintaining adequate liquidity reserves is critical to weather unexpected financial shocks and ensure operational continuity" (Fabozzi, 2008)¹⁰⁵.

Un ulteriore aspetto importante nel lungo periodo riguarda la struttura del capitale. L'obiettivo, in questo caso, impone di trovare l'equilibrio ottimale tra debito ed equity al fine di minimizzare il costo del capitale e massimizzare in tal modo il valore per gli azionisti, anche ricorrendo all'utilizzo di strumenti finanziari ibridi, come il convertible debt. "The optimal capital structure strikes a balance between debt and equity, minimizing the cost of capital and maximizing shareholder value" (Ross, Westerfield, Jaffe, & Jordan, 2010)¹⁰⁶.

Un'azienda post-LBO, negli anni successivi, deve adottare una politica di investimento estremamente prudente, focalizzandosi su progetti che offrano quanto più possibile rendimenti elevati ma concentrandosi su quelli con rischio contenuto. Nonostante questi limiti possono essere inclusi investimenti in tecnologie innovative, espansione in nuovi mercati e sviluppo di nuovi prodotti. Questi sono tutti elementi che, se correttamente pesati per il rischio che comportano, possono contribuire a favorire una crescita sostenibile nel lungo termine. "Prudent investment policies focusing on high-return and low-risk projects can drive sustainable long-term growth" (Damodaran, 2016)¹⁰⁷.

La creazione di valore duraturo per l'azienda target dell'LBO è un obiettivo cruciale per poter garantire un vero successo sul lungo periodo dell'operazione. L'utilizzo strategico dell'indebitamento può generare valore facilitando l'ottimizzazione sia dell'attivo che del passivo di stato patrimoniale, spingendo l'azienda ad una crescita sostenibile e al miglioramento delle sue performance operative. Una gestione che possa essere considerata efficace dell'attivo aziendale comporta il miglioramento della produttività e dell'utilizzo delle risorse aziendali esistenti, mentre la gestione del passivo impone una stabilizzazione della struttura del debito ed un'ottimizzazione del trade off tra debito ed equity, come già evidenziato nei precedenti paragrafi.

¹⁰⁵ Fabozzi, F. J. (2008). Handbook of Finance: Financial Markets and Instruments. Wiley.

¹⁰⁶ Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2010). Corporate Finance. McGraw-Hill Education.

¹⁰⁷ Damodaran, A. (2016). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

Per quanto riguarda la gestione dell'attivo, un approccio proattivo post-LBO è essenziale per sfruttare al massimo le risorse aziendali. Ad esempio, un'azienda acquisita tramite un LBO potrebbe investire in sistemi avanzati per l'automazione aziendale al fine di migliorare l'efficienza produttiva e ridurre, in tal senso, i costi operativi. "Investing in advanced automation systems can enhance production efficiency and reduce operational costs, leading to improved profitability" (Brealey, Myers, & Allen, 2011)¹⁰⁸.

Un altro elemento utile per la gestione dell'attivo è l'ottimizzazione dell'offerta aziendale e, quindi, del portafoglio prodotti e servizi. Questo deve includere, ad esempio, una forte focalizzazione su prodotti che generano un alto margine e l'eliminazione di eventuali linee di prodotti non redditizie. Inoltre, l'ampliamento degli orizzonti di mercato con relativa espansione in nuovi mercati può rappresentare una strategia efficace per incrementare il livello delle entrate e diversificare, al contempo, le fonti di profitto. "Expanding into new markets can diversify revenue streams and mitigate risks associated with over-reliance on existing markets" (Porter, 1985)¹⁰⁹.

Per quanto concerne, invece, il passivo di stato patrimoniale, è fondamentale una gestione efficace dei pagamenti del debito esistente, in cui strumenti come il debito convertibile o strumenti di finanziamento ibridi possono offrire vantaggi significativi, come la riduzione del costo del capitale e l'aumento della liquidità. "Convertible debt and hybrid financing instruments can provide financial flexibility and reduce the overall cost of capital" (Damodaran, 2012)¹¹⁰.

Un caso esemplare del successo nell'espansione dell'attivo post-LBO può essere osservato nell'acquisizione di Heinz da parte di 3G Capital e Berkshire Hathaway. Dopo l'acquisizione, l'azienda ha implementato con successo una serie di misure riguardanti la riduzione dei costi e ha investito in innovazioni di prodotto, portando ad un significativo miglioramento della redditività (Berkshire Hathaway, 2013)¹¹¹.

¹⁰⁸ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin.

¹⁰⁹ Porter, M. E. (1985). Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. Free Press.

¹¹⁰ Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. John Wiley & Sons.

¹¹¹ Berkshire Hathaway. (2013). Annual Report 2013.

Le operazioni di LBO efficacemente gestite possono, quindi, trasformare radicalmente la struttura finanziaria e le prospettive di crescita nel lungo periodo di un'azienda. La chiave del successo risiede nello sviluppare politiche finanziarie e di finanziamento che siano adatte alla variazione degli scenari economici ed ai cambiamenti di mercato. Inoltre, vi è la necessità di creare un valore duraturo mediante l'ottimizzazione dell'attivo e del passivo e mantenere una sostenibilità finanziaria a lungo termine, in modo che l'operazione non diventi una semplice trasformazione aziendale ma faccia prosperare la società, realizzando una crescita sostenibile e creando valore per tutti gli stakeholder coinvolti.

2.3.3 Effetti della bancarotta nelle operazioni di LBO

Tra i possibili rischi associati alle operazioni di leverage buyout emerge anche un rischio significativo di bancarotta, ciò è dovuto in gran parte dall'utilizzo massiccio della leva per finanziare tali acquisizioni. Gli effetti del default post-LBO possono essere molteplici e devastanti per tutte le categorie di stakeholders coinvolti, inclusi i creditori, gli azionisti e i dipendenti dell'azienda target. In questo sotto-paragrafo, esamineremo quali sono i principali impatti della bancarotta nelle operazioni di LBO, con particolare focus sugli asset aziendali e sulle operazioni post-bancarotta.

Quando un'azienda, su cui viene effettuata un LBO, dichiara bancarotta, tra gli effetti che immediatamente si manifestano, vi è la generale svalutazione degli asset aziendali. In molti casi, tali asset sono stati utilizzati come garanzia per l'emissione del debito senior, necessario all'acquisizione. Inoltre, spesso accade che ex ante il valore di tali asset venga sopravvalutato al fine di ottenere un maggiore capitale di debito. Durante la procedura di bancarotta, usualmente questi asset vengono valutati ad un valore molto minore, rispetto a quello pre-LBO, causando di conseguenza perdite significative per i creditori. Come riportato da Carlson (1985), "the target company may appear to suffer a burden without any commensurate benefit"¹¹², che evidenzia come l'azienda target possa subire spesso un onere senza alcun beneficio commisurato, portando alla svalutazione degli asset.

¹¹² Carlson, D.G. (1985). Leveraged Buyouts in Bankruptcy. Georgia Law Review, 20, 73.

La bancarotta post-LBO può influire profondamente anche sulle operations aziendali, difatti, in molti casi, l'azienda è costretta ad affrontare significative ristrutturazioni, come da paragrafi precedenti, per cercare di ridurre i costi e aumentare l'efficienza operativa. Queste ristrutturazioni possono anche comportare tagli al personale, chiusura di determinati stabilimenti e vendita di asset ritenuti, dalla nuova proprietà, non essenziali. Carlson (1985) afferma che, "Many LBO's will certainly end in bankruptcy, and many general creditors will challenge the financing lender's security interests"¹¹³, sottolineando come le operazioni post-bancarotta comportino spesso contenziosi tra creditori e finanziatori riguardo alle responsabilità, agli interessi di sicurezza e ai pegni concessi sugli asset.

Infatti, l'impatto sui creditori, in particolare quelli con minore seniority, è uno degli effetti più significativi del default post-LBO. Quando una società dichiara bancarotta, i creditori non garantiti sono i più colpiti, in quanto, i creditori garantiti hanno priorità sulla spartizione dei beni aziendali. Ciò può lasciare questo tipo di creditori con poche possibilità di recupero.

I creditori hanno un ruolo di particolare importanza durante il processo di bancarotta di un'azienda coinvolta in un LBO. Essi, durante questo processo, tentano di recuperare quanto più possibile del loro investimento iniziale attraverso la liquidazione degli asset aziendali. Tuttavia, spesso affrontano significative perdite dovute alla natura altamente levereggiata delle LBO.

Molteplici studi a riguardo indicano che le aziende coinvolte in LBO hanno un margine di errore molto ridotto in caso di recessione economica, aumentando il rischio per i creditori.

Un altro significativo effetto della bancarotta nelle operazioni di LBO riguarda le conseguenze legali che possono in essa manifestarsi. Usualmente accade che i finanziamenti utilizzati per l'acquisizione vengano scrutinati sotto il profilo della cosiddetta "fraudulent conveyance", ovvero il trasferimento fraudolento di asset per evitare che venga utilizzato per il pagamento dei creditori. Carlson spiega che "the trustee may have the power to assert fraudulent conveyance rights of actual creditors under state law"¹¹⁴, indicando che il curatore fallimentare può avere il potere di far valere i diritti di trasferimento fraudolento dei creditori reali secondo la legge statale.

¹¹³ Carlson, D.G. (1985). Leveraged Buyouts in Bankruptcy. Georgia Law Review, 20, 73.

¹¹⁴ Carlson, D.G. (1985). Leveraged Buyouts in Bankruptcy. Georgia Law Review, 20, 73.

Infatti, le LBO che portano ad una bancarotta, sollevano frequentemente questioni relative ai trasferimenti fraudolenti. Secondo il Bankruptcy Code degli Stati Uniti, un trasferimento può essere considerato fraudolento se è stato effettuato con l'intento di ostacolare, ritardare o frodare i creditori. Le operazioni di LBO possono essere contestate, esse stesse, come trasferimenti fraudolenti se i beni della società target vengono utilizzati per garantire prestiti senza che la società ne ricevesse un "ragionevole valore equivalente" in cambio. Sempre Carlson sottolinea che "the security interests, mortgages, and guaranties executed by the target company and its subsidiaries in connection with an LBO may constitute fraudulent conveyances"¹¹⁵.

I finanziatori delle LBO possono difendersi da tali accuse di trasferimento fraudolento dimostrando di aver agito in buona fede e di aver fornito un valore in cambio dei beni ricevuti. Tuttavia, questa difesa può risultare difficile da sostenere e da dimostrare, soprattutto se la società target era già insolvente al momento dell'acquisizione o se l'LBO ha aggravato la sua situazione finanziaria. Un caso emblematico di ciò è *Dean v. Davis*, in cui la Corte Suprema Americana ha stabilito che un creditore che concede un prestito sapendo che il debitore sta per dichiarare bancarotta può essere ritenuto responsabile di un trasferimento fraudolento. Vi è poi l'aspetto riguardante il processo di recupero e ristrutturazione post-bancarotta dell'azienda. Esso può notevolmente variare a seconda di quelle che sono le circostanze specifiche di quel tipo di azienda e delle condizioni del mercato de momento. Alcune aziende possono essere in grado di riemergere dalla bancarotta come entità più sane e competitive, mentre altre potrebbero dover essere costrette alla liquidazione totale degli asset aziendali. La chiave per un recupero efficace spesso risiede nella capacità di attrarre, mediante nuovi progetti, ulteriori investitori e nella efficiente gestione delle risorse aziendali rimaste. La bancarotta nelle LBO rappresenta un rischio concreto e significativo che va attentamente considerato durante la pianificazione ex ante e la successiva esecuzione di tali transazioni. Inoltre, dev'essere effettuata una valutazione approfondita su quelli che sono aspetti critici come le conseguenze negative sui creditori, le potenziali frodi e i trasferimenti fraudolenti. Questi fattori possono complicare ulteriormente la situazione, ed è pertanto essenziale che tutte le parti coinvolte, inclusi finanziatori e acquirenti, agiscano con la massima trasparenza e diligenza per mitigare i rischi associati a queste complesse operazioni finanziarie.

¹¹⁵ Carlson, D.G. (1985). Leveraged Buyouts in Bankruptcy. *Georgia Law Review*, 20, 73.

2.4 Riflessioni e Considerazioni Personali sulle Implicazioni Finanziarie e Gestionali delle LBO

In questo secondo capitolo viene affrontata la complessa natura finanziaria delle LBO, descrivendo le fonti di finanziamento usualmente utilizzate, gli effetti che produce l'alta leva finanziaria sui rendimenti e le implicazioni finanziarie a breve e medio-lungo termine. Mediante la letteratura utilizzata si evidenzia come questo tipo di operazioni siano caratterizzate da un rischio elevato ma anche da un alto rendimento, nonché da un ruolo determinante del debito in sede di studi di fattibilità pre-LBO e di gestione ex post.

L'analisi sull'utilizzo del Leverage evidenzia come esso riesca ad incrementare i rendimenti ma, al contempo, possa anche accrescere il rischio di default, questo aspetto comporta la necessità di un attento utilizzo di questo strumento. È interessante notare come i portatori di equity svolgano, in tal caso, un ruolo importante nel mitigare questo rischio. Ritengo che la capacità di bilanciare adeguatamente il rapporto debito equity sia una degli elementi fondamentali per una riuscita ottimale dell'operazione. Infatti, se gli studi di fattibilità vengono fatti adeguatamente e si rivelano vicini alla realtà postuma dei fatti, è probabile che il periodo post-LBO sia, in ogni caso, caratterizzato da sfide ma al contempo che esse creino minori turbolenze nella gestione aziendale, come invece non accadrà nel case study che verrà trattato nel capitolo quarto.

In questo capitolo abbiamo anche più volte rimarcato il concetto di grande ingerenza dell'LBO sulle politiche finanziarie aziendali. Esempio di ciò è la trasformazione sostanziale della gestione del capitale circolante. Ritengo che questi aspetti facciano parte della vera essenza delle LBO, e che dimostrino come non si tratti di una semplice trasformazione finanziaria, ma bensì un processo che deve mirare al miglioramento dell'azienda nel suo complesso, anche se non sempre ciò avviene, soprattutto nei casi in cui si manifestano inconvenienti macroeconomici o le stime risultino errate. Un cambiamento della gestione del capitale circolante può effettivamente migliorare l'azienda, renderla più snella ed "agile". Molte aziende anche se di notevoli dimensioni risultano spesso deficitarie in questo aspetto e pertanto meno efficienti, e minore efficienza può comportare minore crescita e sviluppo. Un altro aspetto analizzato in questo capitolo è l'impatto dell'operazione sui rendimenti. Il leverage può, a certe condizioni, aumentare i rendimenti per gli azionisti, ma al contempo può anche aumentare la volatilità degli stessi, soprattutto in caso di rallentamenti o shock macroeconomici. In tal senso è ampiamente condivisibile la visione della letteratura riportata la quale suggerisce come una spinta sul leverage possa esserci, ma tale scelta vada adeguatamente ponderata alla luce di svariati fattori,

quali: la tipologia dell'azienda, il settore in cui opera, le attese macroeconomiche e nonché le già citate prospettive di flusso di cassa.

Il capitolo ha, inoltre, fornito una distinzione tra le implicazioni a breve termine con quelle a medio lungo; evidenziando come nel breve periodo il focus principale sia l'impatto sui flussi di cassa e sulla liquidità. In questo caso, personalmente ritengo che la gestione di questi aspetti vari caso per caso, non è sempre corretto rimanere conservativi in termini di flussi di cassa operativi sacrificando, ad esempio, gli investimenti, come non sarebbe corretto adottare tattiche particolarmente aggressive sperando di poter migliorare la situazione dei flussi di cassa spingendo su una crescita non sostenibile e non corroborata da investimenti attraenti ed immediatamente redditizi, perché anche nel caso che gli investimenti si rivelassero tali, però con un payback period maggiore del previsto, ciò potrebbe comportare non pochi problemi nel breve periodo. Nel lungo periodo, invece, il focus cambia, spostandosi verso una dimensione maggiormente qualitativa che quantitativa. Il leverage può infatti fungere da catalizzatore di crescita sostenibile ma può al contempo aver limitato ampiamente le possibilità di investimento, portando a maggiori difficoltà andando più avanti nel tempo. In tal caso, ritengo che la capacità dell'azienda di scegliere correttamente gli investimenti da effettuare risulti essenziale per un successo nel lungo periodo in un contesto di razionamento di capitale dovuto al servizio del debito e dall'impossibilità di appesantirsi ulteriormente dello stesso.

Una riflessione finale riguarda la notevole importanza ricoperta dalla due diligence pre-LBO. La letteratura sottolinea come un'analisi approfondita della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa adeguati al peso del debito sia di fondamentale importanza per garantire una struttura finanziaria equilibrata. A mio parere un maggiore focus su questo aspetto potrebbe evitare molti fallimenti di LBO, magari con un'adeguata scenarizzazione si potrebbero evitare sorprese a livello macroeconomico e di mercato. È evidente come il covid e le sue successive conseguenze macroeconomiche non fossero prevedibili in tutta la sua forza. Ma, in alcuni casi, se le scenarizzazioni fossero state effettuate con l'ausilio di un worst case basato sui dati della crisi del 2008 o di quella successiva del debito sovrano che hanno avuto alcune conseguenze similari al covid allora, forse, ci sarebbe stata una maggiore preparazione in alcuni casi.

CAPITOLO 3: Implicazioni operative delle operazioni di leverage buy-out

Il terzo capitolo della tesi analizza le implicazioni strategiche ed operative delle operazioni di leverage buy-out, evidenziando come esse influenzino in modo importante gestione, struttura finanziaria ed etica delle aziende coinvolte.

Nel primo paragrafo denominato “Studio dell'impatto delle LBO sulle strategie operative e di gestione delle aziende coinvolte”, si approfondisce l'impatto sulle strategie operative e gestionali. Si discute di come tali operazioni portino ad un riorientamento delle strategie aziendali, ad una revisione dei modelli di business, e ad uno sviluppo maggiore delle capacità manageriali, contribuendo in tal modo, ad un'ottimizzazione aziendale volta al miglioramento dell'efficienza e della produttività.

Il secondo paragrafo denominato “Analisi degli effetti sulle decisioni di investimento, sulla struttura del capitale e sulle politiche di dividendi”, vengono analizzati i principali effetti delle LBO sulle decisioni di investimento e sulle politiche di distribuzione dei dividendi. Viene esplorato come questo tipo di operazioni tendano a modificare l'approccio alle decisioni di reinvestimento aziendale, spesso focalizzate sulla razionalizzazione delle attività non core, strategie di deleveraging, ed un adattamento delle politiche di dividendi dovuto alle variate esigenze di finanziamento e agli interessi degli azionisti di minoranza.

Questo capitolo fornisce, pertanto, una panoramica complessiva e critica di come le LBO trasformino le aziende Target a livello operativo e finanziario, ma anche come esse influenzino la cultura aziendale e il contesto socioeconomico più ampio.

3.1 Impatto delle LBO sulle strategie operative e di gestione delle aziende coinvolte.

Il paragrafo 3.1 della tesi si dedica ad un'analisi approfondita degli effetti delle LBO sulle strategie operative e di gestione delle aziende Target. Questa sezione evidenzia come le LBO non si risolvano in una semplice transazione finanziaria, ma siano anche catalizzatori di trasformazione operativa e strategica più ampia.

3.1.1 Riorientamento delle strategie operative

Uno degli aspetti fondamentali dell'impatto di un'LBO sulle aziende coinvolte riguarda il riorientamento delle strategie operative ex post al fine di poter migliorare l'efficienza delle operations e generare maggior valore aggiunto. Dopo l'acquisizione, vengono spesso introdotte nuove strategie e processi operativi volti all'ottimizzazione delle prestazioni aziendali e alla massimizzazione dei profitti. Questo cambiamento di direzione nelle strategie operative si manifesta spesso attraverso molteplici azioni ben pianificate e focalizzate su aspetti definiti che possono partire dall'implementazione di programmi di riduzione dei costi, arrivando all'ottimizzazione dei processi con focus sulla produttività ma anche sulla logistica.

L'ottimizzazione dei processi produttivi è un elemento di fondamentale importanza nell'operazione di riorientamento delle strategie operative post-LBO. L'azione si focalizza sul miglioramento dell'efficienza operativa e sulla generazione di valore aggiunto. Durante la prima fase temporale post acquisizione, gli acquirenti conducono una revisione approfondita dei processi produttivi esistenti al fine di poter identificare le possibili inefficienze e le eventuali aree da sottoporre a maggior analisi al fine di ottenerne un sostanziale miglioramento. Questo modus operandi può anche portare all'introduzione di nuove tecnologie, metodologie di produzione avanzate, e pratiche di gestione innovative.

Significativo esempio di un'ottimizzazione dei processi produttivi si evidenzia nell'acquisizione di Heinz da parte di 3G Capital. Dopo l'acquisizione, 3G Capital ha implementato pratiche di Lean Manufacturing e Six Sigma, con l'obiettivo principale di ridurre gli sprechi e migliorare l'efficienza operativa. Queste metodologie mirano contestualmente all'eliminazione delle attività che vengono considerate inadatte per il perseguimento dell'obiettivo di aggiungere valore e ottimizzare i flussi di lavoro per massimizzare la produttività. "3G Capital's implementation of Lean and Six Sigma practices at Heinz led to a 20% reduction in costs within the first two years"

(Bloomberg, 2013)¹¹⁶. L'esempio di cui sopra, evidenzia come l'adozione di metodologie di produzione avanzate possa portare a significativi miglioramenti operativi e finanziari.

Un ulteriore caso di successo nella ricerca della massima ottimizzazione dei processi produttivi è quello di Dell dopo la sua acquisizione da parte di Silver Lake Partners. Dell ha rivisitato completamente i suoi processi produttivi e ha introdotto un sistema di gestione dell'inventario definito come "just-in-time", che ha portato ad una progressiva riduzione dei costi operativi e ad un miglioramento dell'efficienza complessiva. Il sistema just-in-time consente la riduzione del capitale immobilizzato in magazzino e la minimizzazione dei tempi di inattività, aumentando così la reattività alle variazioni della domanda. "The overhaul of Dell's logistics network post-acquisition by Silver Lake resulted in a 15% reduction in logistics costs and a 10% improvement in delivery times" (Harvard Business Review, 2014)¹¹⁷.

L'implementazione e l'utilizzo di tecnologie avanzate gioca un ruolo di primaria importanza nell'ottimizzazione delle operations e dei processi produttivi. L'automazione industriale, l'intelligenza artificiale e l'Internet of things (IoT) sono alcune delle tecnologie che permettono di ottimizzare e monitorare in maniera approfondita i processi produttivi in tempo reale, riuscendo in tal modo a migliorare l'efficienza e riducendo i costi operativi. Esempio di ciò, è l'utilizzo di sensori con collegamento IoT utili al monitoraggio di macchinari e alla previsione dei tempi di manutenzione preventiva, che possono ridurre in maniera significativa i tempi di inattività e migliorare in tal modo la resa produttiva. Uno studio di McKinsey & Company (2015) evidenzia come l'adozione di tecnologie IoT nell'industria manifatturiera possa aumentare la produttività fino al 25%¹¹⁸.

Un altro aspetto importante nel reindirizzamento delle strategie operative post-LBO è il varo di ampi programmi riguardanti la riduzione dei costi. Questi programmi diventano fondamentali per poter liberare importanti risorse finanziarie, migliorare la redditività aziendale e garantire, al contempo, la sostenibilità sul lungo periodo dell'azienda oggetto di LBO. Le strategie e i programmi di riduzione dei costi, quanto più ampi e strutturati, possono includere al loro interno

¹¹⁶ Bloomberg. (2013). 3G Capital's Lean and Six Sigma implementation at Heinz.

¹¹⁷ Harvard Business Review. (2014). The overhaul of Dell's logistics network post-acquisition by Silver Lake.

¹¹⁸ McKinsey & Company. (2015). The Internet of Things: Mapping the value beyond the hype.

diversi altri elementi come la rinegoziazione dei contratti con i fornitori, l'ottimizzazione dell'uso delle risorse aziendali e una revisione delle spese operative.

Tra le prime azioni intraprese dagli acquirenti post-LBO quella che maggiormente risalta è la rinegoziazione dei contratti con i fornitori; essa, se portata efficacemente a termine, può consentire l'ottenimento di risparmi significativi. Ciò può avvenire con maggior facilità rispetto alla precedente proprietà alla luce del peso diverso, anche politico, e non solo economico che potrebbe avere la nuova proprietà, oppure alla luce delle differenti strategie elaborate e messe in atto da advisor specializzati, che apportano conoscenze ed un network non facilmente replicabile. Questo processo spesso coinvolge una importante revisione dei termini dei contratti esistenti e la ricerca di condizioni maggiormente favorevoli, anche grazie al maggiore potere che può derivare dall'acquisizione. Un esempio di ciò è la ristrutturazione di Kraft Foods dopo la sua acquisizione da parte di 3G Capital, durante il periodo post acquisitorio l'azienda è riuscita a negoziare migliori condizioni con i fornitori, ottenendo significativi risparmi sui costi di approvvigionamento. "By leveraging their increased purchasing power, Kraft Foods was able to negotiate better terms with suppliers, resulting in substantial cost savings" (Financial Times, 2015)¹¹⁹.

Un altro approccio che può risultare efficace per la riduzione dei costi è l'ottimizzazione dell'uso delle risorse aziendali già presenti. Questo può includere un'ampia riorganizzazione del personale, la revisione e cambiamento delle politiche di gestione delle risorse umane e l'introduzione in ogni ambito aziendale di nuovi sistemi di gestione delle performance. Ad esempio, la ristrutturazione di Burger King da parte di 3G Capital ha visto la riduzione del personale considerato non essenziale e l'implementazione di un rigoroso sistema di gestione delle performance, ciò ha portato ad una efficienza operativa maggiore e a un miglioramento complessivo della produttività. "3G Capital's focus on performance management and resource optimization at Burger King led to significant improvements in operational efficiency" (Forbes, 2015).

Attuare una revisione delle spese operative rappresenta un'altra azione spesso intrapresa per raggiungere l'obiettivo di una riduzione dei costi aziendali. Questo processo può coinvolgere un'analisi dettagliata delle spese che attualmente vengono sostenute dalla società nel loro complesso, al fine di identificare con un certo grado di precisione le aree in cui è possibile ottenere

¹¹⁹ Financial Times. (2015). Kraft Foods cost savings through supplier renegotiations.

risparmi senza che perciò venga compromessa la qualità dei prodotti o dei servizi offerti. Un esempio di successo in questo ambito in particolare è, nuovamente, rappresentato dall'acquisizione di Dell da parte di Silver Lake Partners, dove l'azienda ha implementato un programma di riduzione delle spese che ha coinvolto tutte le aree operative, portando ad una significativa riduzione dei costi. "Dell's comprehensive cost reduction program post-acquisition by Silver Lake resulted in a 15% decrease in overall operational expenses" (Harvard Business Review, 2014)¹²⁰.

Un altro strumento efficace al fine della riduzione dei costi operativi è l'introduzione di tecnologie innovative quali: l'automazione dei processi, l'intelligenza artificiale e l'analisi avanzata dei dati. Il loro utilizzo aziendale può aiutare nell'identificazione delle inefficienze e all'ottimizzazione delle operazioni aziendali. Ad esempio, l'adozione di soluzioni maggiormente automatizzate e robotizzate nell'ambito della produzione presso General Motors all'indomani dell'acquisizione da parte di Cerberus Capital Management, ha portato ad una riduzione significativa dei costi di produzione e, inoltre, ad un miglioramento della qualità dei prodotti e dell'offerta. "The implementation of robotic process automation at General Motors post-acquisition by Cerberus Capital Management led to a 20% reduction in production costs" (McKinsey & Company, 2017)¹²¹. Un'altra area di notevole importanza è quella relativa alla logistica aziendale, dove mediante le operazioni di LBO si possono ottenere impatti significativi. L'ottimizzazione dei processi logistici può includere la revisione della rete di distribuzione, l'implementazione di sistemi di gestione dell'inventario maggiormente efficienti e l'adozione di tecnologie avanzate per la gestione della supply chain dell'azienda.

Per sintetizzare, si può affermare che il riorientamento delle strategie operative a seguito di un'operazione di LBO è un processo molto complesso e multidimensionale che si pone come obiettivo il miglioramento l'efficienza aziendale e la generazione di valore aggiunto. Attraverso un'ottimizzazione dei processi produttivi e logistici, la relativa riduzione dei costi operativi e l'introduzione di pratiche di gestione innovative, le aziende possono essere significativamente trasformate in entità meglio posizionate per una crescita sostenibile nel lungo termine.

¹²⁰ Harvard Business Review. (2014). Dell's cost reduction program post-acquisition by Silver Lake.

¹²¹ McKinsey & Company. (2017). The impact of robotic process automation at General Motors.

3.1.2 Revisione dei modelli di business e delle operazioni

Le LBO possono spesso comportare una significativa revisione di quelli che sono i modelli di business aziendali preesistenti e delle operations. Questo tipo di attività di revisione è di fondamentale importanza al fine di consentire all'azienda di adattarsi al meglio alle nuove condizioni di mercato e agli obiettivi strategici dell'acquirente. Il primo aspetto essenziale di questa trasformazione è l'attuazione di una diversificazione delle linee di prodotto dell'azienda. Dopo un LBO, le aziende possono esplorare nuove linee di prodotto al fine di poter aumentare la loro competitività e soddisfare in modo migliore quelle che sono le attuali esigenze del mercato. Questo processo consente non solo l'espansione dell'offerta di prodotti, ma può anche mitigare i possibili rischi associati alla dipendenza da un segmento singolo del mercato. Come osserva Jensen (1989), "LBOs often lead to strategic repositioning, enabling firms to better leverage their core competencies"¹²².

La diversificazione delle linee di prodotto aziendali post-LBO non è limitato alla semplice introduzione di nuovi prodotti, ma può includere anche un'analisi strategica delle sinergie tra le linee di prodotto già presenti e quelle che potenzialmente possono essere introdotte. Questo approccio consente di identificare le opportunità di integrazione dei nuovi prodotti, che possono beneficiare delle già esistenti capacità produttive, reti di distribuzione e competenze di marketing aziendali. La capacità di sfruttare questo tipo di sinergie che possono venirsi a creare, spesso porta a una riduzione dei costi e a un miglioramento della redditività complessiva. Secondo Porter (1985), "Diversification is not just about adding new products; it's about finding strategic fits that enhance the overall competitive position of the company"¹²³.

Inoltre, una efficace diversificazione delle linee di prodotto permette alle aziende di essere in grado di rispondere in maniera più rapida ai possibili cambiamenti nelle preferenze dei consumatori e nelle condizioni dei mercati. In un contesto economico che è sempre in rapida evoluzione, la capacità dell'azienda di essere in grado di adattarsi a quelle che possono essere le nuove tendenze del mercato è essenziale per il successo nel lungo periodo. Questo si può notare in modo particolarmente forte in settori ad alta intensità tecnologica, dove l'innovazione

¹²² Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. Harvard Business Review, 67(5), 61-74.

¹²³ Porter, M. E. (1985). Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance. Free Press.

è costante e necessaria al fine di mantenere una posizione competitiva. Come affermato da Christensen (1997), "The ability to innovate and diversify product lines is crucial for companies operating in dynamic and competitive environments"¹²⁴.

La diversificazione delle linee di prodotto può facilitare maggiormente l'ingresso in nuovi segmenti di mercato che precedentemente non erano accessibili all'azienda. Ciò può riguardare sia mercati adiacenti, dove l'azienda è in grado di sfruttare le competenze già esistenti, sia mercati non ancora esplorati o completamente nuovi ma che offrono opportunità di crescita significative. In ogni caso, l'ingresso in un nuovo mercato richiede un'attenta valutazione di quelle che possono essere le risorse necessarie e delle potenziali sfide che vi si possono incontrare. Barney (1991) sottolinea che "Entering new markets requires firms to reassess their resources and capabilities to ensure they can meet new demands effectively"¹²⁵.

In ultima istanza, la diversificazione delle linee di prodotto post-LBO può significativamente contribuire alla generazione per l'azienda di un vantaggio competitivo che sia sostenibile. La capacità dell'azienda di una gamma molto ampia di prodotti può, infatti, rafforzare la posizione di mercato attuale dell'azienda e migliorare la sua capacità di attrazione e mantenimento dei clienti. Inoltre, una diversificazione maggiore può contribuire alla riduzione della vulnerabilità aziendale ai cicli economici e alle fluttuazioni della domanda, contribuendo in tal modo a generare una stabilità finanziaria a lungo termine. Come indicato da Hill e Jones (2012), "Product diversification can lead to a more resilient business model, capable of weathering economic downturns and market shifts"¹²⁶.

L'espansione verso mercati geografici nuovi è un aspetto fondamentale nella revisione strategica post-LBO. Questa espansione consente alle aziende di poter accedere a fonti di reddito nuove e, al contempo, di diversificare il rischio geografico, riducendo di conseguenza la dipendenza da un singolo mercato. Il processo di internazionalizzazione non è privo di sfide ed imprevisti ma, se attentamente pesato e studiato, può offrire significative opportunità di crescita nel lungo periodo.

¹²⁴ Christensen, C. M. (1997). *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Harvard Business School Press.

¹²⁵ Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.

¹²⁶ Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2012). *Strategic Management Theory: An Integrated Approach*. South-Western Cengage Learning.

Come evidenziano Johanson e Vahlne (1977), "The internationalization process of the firm involves stages of development, each marked by increasing commitment to foreign markets"¹²⁷. L'espansione geografica di un'azienda richiede una valutazione strategica delle risorse aziendali necessarie e delle competenze utili al fine di poter operare con successo in mercati diversi come quelli esteri. Questo può spesso includere la necessità di adattare determinati tipi di prodotti e di servizi alle preferenze estere, nonché lo sviluppo di un'approfondita comprensione di quelle che sono le normative locali vigenti e delle dinamiche competitive. Secondo Ghemawat (2001), "To succeed in new geographic markets, firms must understand and adapt to local tastes, preferences, and regulatory environments"¹²⁸.

Uno dei potenziali benefici dell'espansione aziendale verso nuovi mercati è la possibilità di poter sfruttare le economie di scala e di scopo. L'ingresso in mercati più grandi o in crescita può consentire alle aziende un aumento della loro clientela di base e miglioramento dell'efficienza operativa. L'espansione internazionale può, inoltre, facilitare l'accesso a risorse uniche, come materie prime particolari, risorse umane e tecnologie avanzate, che possono conseguentemente essere sfruttate al fine di ottenere un miglioramento della competitività aziendale. Come affermano Rugman e Verbeke (2004), "Firms that internationalize can leverage unique resources and capabilities across different markets, creating a competitive advantage"¹²⁹.

Tale espansione può portare anche ad una maggiore resilienza dell'azienda nel suo complesso. Infatti, analogamente alla diversificazione delle linee di prodotto, operare in più mercati consente all'azienda di distribuire maggiormente i rischi e di compensare i possibili cali di domanda in un mercato specifico con le performance positive degli altri. Questa diversificazione può risultare particolarmente utile durante i periodi di instabilità economica generalizzata o di cambiamenti politici in regioni specifiche. Come sottolineato da Kogut (1985), "Geographic diversification helps firms spread risk and mitigate the impact of adverse conditions in any single market"¹³⁰.

¹²⁷ Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1977). The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.

¹²⁸ Ghemawat, P. (2001). Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion. *Harvard Business Review*, 79(8), 137-147.

¹²⁹ Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2004). A Perspective on Regional and Global Strategies of Multinational Enterprises. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 3-18.

Un altro aspetto di notevole rilevanza nell'espansione internazionale post-LBO è la possibilità di accedere ai, già citati, nuovi segmenti di clientela, ampliando la propria base di clienti. Le aziende possono, infatti, identificare e sfruttare le possibili nicchie di mercato non servite o sotto servite nei nuovi territori, sviluppando offerte di prodotti e servizi specificamente mirate all'acquisizione della clientela presente in queste nicchie. Questo approccio può contribuire nella differenziazione dell'azienda rispetto alla concorrenza e a costruire una base di clienti quanto più solida possibile. Infine, l'espansione verso nuovi mercati geografici richiede spesso una riorganizzazione interna all'azienda e un rafforzamento delle competenze gestionali e dirigenziali. Le aziende devono sviluppare una capacità di gestione internazionale, che include la capacità di coordinare operazioni distribuite su aree geografiche ampie e differenziate e, al contempo, di gestire una forza lavoro che può risultare culturalmente diversificata. Come affermato da Bartlett e Ghoshal (1989), "Effective international management requires a balance between global integration and local responsiveness"¹³¹.

Un altro aspetto rilevante nella Revisione dei Modelli di Business e delle Operazioni sono le nuove condizioni di mercato che si possono aprire a seguito di un LBO. Questo aspetto merita un'analisi approfondita, infatti, le dinamiche competitive possono cambiare anche significativamente nel periodo post-LBO. Le aziende devono, pertanto, farsi trovare pronte e reattive nell'adattamento a queste nuove realtà. Una valutazione delle opportunità emergenti diviene essenziale per l'identificazione di quali settori siano in un periodo di crescita e delle innovazioni tecnologiche che possono essere sfruttate in tali ambiti. Questo processo richiede una visione quanto più chiara possibile di quelle che sono tendenze di quello specifico mercato ed una capacità di adattamento rapido alle nuove condizioni. Secondo un'analisi di Bain & Company (2021), "The ability to swiftly adapt to new market conditions is critical for post-LBO success"¹³².

In conclusione, una corposa revisione dei modelli di business e delle operazioni a seguito di un'operazione di LBO è un processo complesso e che comprende necessariamente più dimensioni. Questo processo mira al rafforzamento di quelle che sono la competitività e la

¹³⁰ Kogut, B. (1985). Designing Global Strategies: Comparative and Competitive Value Added Chains. *Sloan Management Review*, 26(4), 15-28.

¹³¹ Bartlett, C. A., & Ghoshal, S. (1989). *Managing Across Borders: The Transnational Solution*. Harvard Business School Press.

¹³² Bain & Company. (2021). *Global Private Equity Report 2021*. Bain & Company.

redditività delle aziende Target. La ricerca di una diversificazione delle linee di prodotto può consentire alle aziende una rapida risposta ai possibili cambiamenti del mercato e di sfruttare le eventuali sinergie tra le capacità preesistenti e le nuove opportunità. Inoltre, l'espansione verso nuovi mercati geografici offre vantaggi ulteriori, consentendo alle aziende l'accesso a nuove fonti di reddito e di godere di una diversificazione del rischio geografico e di un eventuale sfruttamento delle economie di scala e di scopo. L'adattamento alle nuove condizioni di mercato post-LBO e la revisione degli obiettivi strategici e di crescita sono elementi fondamentali al fine di garantire il successo a lungo termine. In definitiva, la capacità di un'azienda di innovare, espandersi e adattarsi alle nuove dinamiche competitive è fondamentale per creare un vantaggio competitivo sostenibile e assicurare una stabilità finanziaria duratura.

3.1.3 Sviluppo delle capacità manageriali e organizzative

Nel periodo che segue il completamento dell'LBO la capacità dell'azienda di riuscire a sviluppare capacità manageriali e organizzative nuove, rappresenta un elemento cruciale per il successo dell'operazione. I fondi di private equity, dedicano ingenti risorse alla formazione e allo sviluppo del personale aziendale chiave, assicurando che la società acquisita possa disporre delle competenze essenziali per poter affrontare le nuove sfide operative e sfruttare le possibili opportunità di crescita.

La formazione della base delle risorse umane aziendali e dei dipendenti è una delle prime azioni intraprese in questo verso dagli acquirenti post-LBO, al fine di poter garantire la continuità e l'efficacia operativa dell'azienda. Un processo di questo tipo deve includere programmi di formazione avanzata, workshop tematici e seminari intensivi utili ad accelerare lo sviluppo di competenze specifiche. Come sottolinea Becker (1993), "Investing in employee training enhances their skills and knowledge, leading to improved performance and productivity"¹³³. Una continua formazione consente ai dipendenti di essere aggiornati sulle ultime tecniche e metodologie di lavoro e gestione, nonché consente loro di adattarsi con maggior rapidità ai cambiamenti introdotti dall'acquisizione.

¹³³ Becker, G. S. (1993). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education* (3rd ed.). University of Chicago Press.

Oltre all'implementazione della formazione tecnica, gli acquirenti spesso implementano programmi di sviluppo della leadership al fine di favorire una gestione aziendale più efficace e una crescita sostenibile nel lungo periodo. Questi programmi vengono ideati e progettati per poter identificare, coltivare e potenziare i talenti già presenti all'interno delle società, preparando in tal modo i futuri leader aziendali alla gestione delle complessità e delle dinamiche post-acquisizione. Kotter (1990) evidenzia che "Leadership development programs are essential for creating a robust pipeline of capable leaders who can navigate the challenges of post-LBO integration and drive the organization forward"¹³⁴.

I programmi di implementazione e sviluppo della leadership possono includere una varietà di componenti, come mentoring, coaching, e rotazioni di lavoro. In particolare, il mentoring consente ai partecipanti di apprendere dai leader più esperti all'interno dell'organizzazione, acquisendo in tal modo conoscenze pratiche e sviluppando maggiori competenze di gestione. "Mentoring relationships provide a valuable platform for emerging leaders to gain insights, receive guidance, and build confidence in their leadership abilities" (Kram, 1985)¹³⁵. Un approccio di questo tipo facilita quella che è la trasmissione di conoscenze e best practices alle persone coinvolte, contribuendo alla creazione di una cultura di apprendimento continuo.

Un altro elemento importante nei programmi di sviluppo della leadership è il coaching. Attraverso sessioni di coaching personalizzate, i futuri leader aziendali possono esplorare le loro capacità, identificare le possibili aree di miglioramento e sviluppare strategie utili ad affrontare le sfide specifiche che vengono richieste dal loro ruolo. Questo processo di auto-riflessione e sviluppo focalizzato è di supporto ai leader nel raggiungimento del loro potenziale massimo.

Accanto al coaching, le rotazioni di lavoro sono un altro strumento molto utile e che viene spesso utilizzato nei programmi di sviluppo della leadership. Esso permette ai partecipanti di sperimentare funzioni aziendali diverse, aiutando in questo modo a costruire una comprensione totalizzante dell'organizzazione nel suo complesso e delle sue singole operazioni. "Job rotations provide emerging leaders with a broader perspective of the business, enhancing their strategic

¹³⁴ Kotter, J. P. (1990). *A Force for Change: How Leadership Differs from Management*. Free Press.

¹³⁵ Kram, K. E. (1985). *Mentoring at Work: Developmental Relationships in Organizational Life*. University Press of America.

thinking and problem-solving skills" (Conger & Fulmer, 2003)¹³⁶. Un approccio di questo tipo tende ad ampliare significativamente le competenze dei leader, preparandoli anche a prendere decisioni informate e strategiche in un contesto complesso e mutevole.

Infine, i programmi di sviluppo della leadership non possono esimersi dall'includere anche componenti educative formali, come corsi di formazione su specifici temi di leadership, gestione del cambiamento e innovazione. Questo tipo di corsi possono essere offerti internamente dall'azienda o anche mediante il ricorso ad istituzioni educative esterne, e sono strutturati per fornire ai partecipanti le necessarie conoscenze teoriche e pratiche per far sì che svolgano i loro ruoli nel modo migliore possibile. "Formal education programs complement experiential learning by providing leaders with the theoretical frameworks and tools needed to understand and navigate complex organizational challenges" (Tichy & Cohen, 1997)¹³⁷.

Un'altra pratica essenziale nell'ambito dello Sviluppo delle Capacità Manageriali e Organizzative post-LBO è l'introduzione di sistemi di incentivazione personale basati sull'analisi delle prestazioni. Questi sistemi vengono progettati per poter allineare gli obiettivi dei manager aziendali con quelli degli azionisti, incentivando di conseguenza comportamenti che portino a miglioramenti delle performance aziendali. Come osservato da Murphy (1999), "Performance-based incentives align the interests of managers and shareholders, thereby reducing agency costs and improving corporate governance"¹³⁸. Gli incentivi possono includere diversi bonus legati al raggiungimento di obiettivi specifici, stock options e altri premi finanziari che premiano quelli che sono risultati eccellenti, indirizzando i manager a concentrarsi su iniziative strategiche che generino valore per l'azienda.

I sistemi di incentivazione basati sulle prestazioni non solo stimolano i manager e i dirigenti al raggiungimento degli obiettivi finanziari ma promuovono, al contempo anche una cultura aziendale più orientata ai risultati. Come affermato da Baker et al. (1988), "Performance-based pay systems promote a culture of accountability and high performance, as employees are

¹³⁶ Conger, J. A., & Fulmer, R. M. (2003). Developing your leadership pipeline. *Harvard Business Review*, 81(12), 76-84.

¹³⁷ Tichy, N. M., & Cohen, E. (1997). *The Leadership Engine: How Winning Companies Build Leaders at Every Level*. Harper Business.

¹³⁸ Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, pp. 2485-2563). Elsevier.

rewarded for meeting and exceeding set targets"¹³⁹. Inoltre, questo tipo di sistemi creano all'interno dell'azienda un ambiente nel quale i dipendenti vengono costantemente motivati a migliorare le loro prestazioni, contribuendo in tal modo al successo complessivo dell'organizzazione.

I bonus legati al raggiungimento di obiettivi specifici sono un altro strumento comunemente utilizzato nei sistemi di incentivazione basati sulle prestazioni. Questo tipo di bonus possono essere legati a molteplici e differenti metriche, tra cui redditività, crescita del fatturato, efficientamento operativo e soddisfazione della clientela. "By tying bonuses to specific performance metrics, companies can drive behaviors that align with their strategic goals and objectives" (Kaplan & Norton, 1996)¹⁴⁰. Un approccio di questo tipo è volto a garantire che i manager siano sufficientemente incentivati nel focalizzarsi sulle aree di maggiore interesse per il successo aziendale.

L'introduzione di sistemi di incentivazione basati sulle prestazioni può, inoltre, aiutare nel trattenere i talenti più promettenti all'interno dell'organizzazione. Infatti, quando i dipendenti vedono che il loro impegno e le loro prestazioni vengono adeguatamente riconosciuti e ricompensati, diventano maggiormente inclini nel rimanere con l'azienda a lungo termine. Questo diviene particolarmente importante nel periodo post-LBO, dove continuità e stabilità delle risorse umane aziendali possono avere un impatto notevole sul successo dell'integrazione post-acquisizione.

Un altro elemento di significativa importanza è la promozione interna di una cultura aziendale quanto più possibile orientata alla responsabilità e all'innovazione. Questo aspetto diviene fondamentale per il successo nel lungo periodo delle aziende post-LBO. Mediante l'implementazione di una cultura aziendale sufficientemente forte è possibile motivare i dipendenti a lavorare con obiettivi comuni e a cercare costantemente miglioramenti prestazionali ed innovazioni. "A strong corporate culture that emphasizes accountability and innovation is essential for driving sustained performance improvements and fostering a competitive

¹³⁹ Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.

¹⁴⁰ Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Harvard Business Review Press.

advantage" (Christensen, 1997)¹⁴¹. Gli acquirenti spesso si mostrano come i maggiori promotori di valori aziendali che incoraggiano l'assunzione di responsabilità, la trasparenza e la collaborazione, cercando di creare un ambiente in cui i dipendenti si sentono adeguatamente valorizzati e impegnati.

In sintesi, un maggior sviluppo delle capacità manageriali e organizzative è di fondamentale importanza per la finalizzazione a lungo termine dell'operazione. Una formazione continuativa di dipendenti, di programmi di sviluppo della leadership aziendale unita all'implementazione di sistemi di incentivazione basati sulle prestazioni sono strumenti in grado di permettere alle aziende di affrontare le sfide operative future e sfruttare a sufficienza le opportunità di crescita. Investendo in ambiti di questo tipo, gli acquirenti riescono a garantire che l'azienda acquisita disponga delle competenze utili attraversare le complessità post-acquisizione e raggiungere una performance sostenibile nel lungo periodo. Inoltre, la creazione di una cultura aziendale maggiormente orientata alla responsabilità e all'innovazione, insieme all'allineamento degli obiettivi manageriali con quelli degli azionisti qualificati, contribuisce all'ottenimento di una gestione aziendale particolarmente efficace ed una continua crescita organizzativa.

¹⁴¹ Christensen, C. M. (1997). *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Harvard Business School Press.

3.2 Effetti sulle decisioni di investimento, sulla struttura del capitale e sulle politiche di dividendi

Il paragrafo 3.2 della tesi esamina dettagliatamente i maggiori impatti delle operazioni di leverage buy-out sulle decisioni di investimento, sulla struttura finanziaria e sulle politiche di dividendi delle aziende Target. Mediante un'approfondita analisi, il paragrafo discute dell'influenza delle LBO nel bilanciare la necessità di servizi del debito con la capacità di reinvestire nei core business per promuovere crescita ed una maggiore efficienza aziendale.

3.2.1 Influenza sulle decisioni di reinvestimento e razionalizzazione delle attività

Le operazioni di leverage buy-out esercitano, per loro natura, un'influenza molto elevata sulle decisioni aziendali post-LBO, in particolare, sulle decisioni di reinvestimento. Questa influenza si manifesta primariamente nella, già più volte nominata, necessità di bilanciare le allocazioni destinate al servizio del debito con quelle destinate al reinvestimento dei profitti in attività operative e di crescita. Dopo un LBO, le aziende si ritrovano spesso sotto pressione nel generare flussi di cassa che siano adeguati alla copertura dei pagamenti del debito, il che può fortemente limitare le risorse aziendali disponibili per il reinvestimento. Tuttavia, esistono anche casi in cui le aziende scelgono di adottare strategie di reinvestimento aggressive per promuovere una crescita elevata e incrementare fortemente il valore aziendale nel lungo periodo.

Nel periodo post-LBO le aziende devono prendere decisioni importanti per il loro futuro, una delle quali è la destinazione e gestione dei profitti generati. Da un lato, potrebbero percorrere la via più semplice, ovvero utilizzare larga parte di questi profitti per ridurre il debito contratto durante l'acquisizione, garantendo in tal modo una maggiore stabilità finanziaria e riducendo maggiormente il rischio di default. Dall'altro, possono optare per il reinvestimento dei profitti in iniziative utili al miglioramento dell'efficienza operativa, allo sviluppo di nuovi prodotti o all'espansione della loro presenza sul mercato. Queste decisioni di reinvestimento vengono largamente influenzate da quelle che sono le condizioni del mercato in quel preciso momento, dalla posizione competitiva dell'azienda e dalle strategie degli investitori e dei fondi di private equity che hanno finanziato l'LBO.

Pertanto, il fattore che maggiormente influenza le decisioni di reinvestimento post-LBO è la struttura del debito stesso. Come sottolineato da Kaplan e Strömberg (2009), "LBOs can lead to significant improvements in operational efficiency and profitability, but they also increase the

financial pressure on firms to generate cash flow for debt repayment"¹⁴². Questo significa che le aziende devono equilibrare attentamente le loro priorità finanziarie, considerando sia la necessità di mantenere la solvibilità che l'opportunità di investire nella crescita futura.

In molteplici occasioni, le aziende decidono di adottare una strategia mista, che prevede un reinvestimento moderato del profitto aziendale in attività core e un'allocazione maggiore al servizio del debito. Un approccio di questo tipo può sensibilmente aiutare nella stabilizzazione dell'azienda nel breve periodo, riducendo al contempo il rischio finanziario, e mantenendo un livello di investimento sufficiente in progetti che possano incrementare la competitività e il valore aziendale nel lungo termine. In questo modo le aziende possono reinvestire i loro profitti in tecnologie innovative, miglioramenti della catena di approvvigionamento o espansione in nuovi mercati geografici ma, al contempo, continuano a dedicare una grossa parte dei loro profitti al servizio del debito.

Le decisioni di investimento aziendale post-LBO vengono, inoltre, significativamente influenzate dalle strategie degli investitori di private equity che guidano e strutturano queste operazioni. Gli investitori di private equity sono particolarmente orientati nel massimizzare il ritorno sull'investimento entro un periodo che sia di relativamente breve durata, spesso questo lasso di tempo coincide con i cinque e i sette anni. Questo aspetto, può far sì che le aziende acquisite si focalizzino maggiormente su iniziative che offrano un ritorno economico più rapido, piuttosto che su progetti a lungo termine ed a più ampio respiro che potrebbero non generare benefici immediati. Come evidenziano Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2016), "Private equity firms often prioritize investments that can deliver quick returns and enhance short-term profitability, sometimes at the expense of longer-term strategic growth"¹⁴³.

Inoltre, elementi come il contesto economico e competitivo giocano un ruolo di primaria importanza nelle decisioni di reinvestimento post-LBO. Ad esempio, le aziende che operano in settori ad alta intensità tecnologica o in rapida evoluzione potrebbero essere obbligate nel reinvestire larga parte dei loro profitti in ricerca e sviluppo per riuscire a preservare la competitività in questi settori. In contrapposizione a ciò, le aziende operanti in settori

¹⁴² Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

¹⁴³ Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.

maggiormente stabili e maturi potrebbero optare per l'adozione di una strategia di investimento più conservativa, focalizzandosi principalmente sul servizio del debito e sull'implementazione di investimenti incrementali volti a migliorare l'efficienza operativa senza richiedere ingenti risorse finanziarie.

Le LBO portano spesso le aziende target ad intraprendere una revisione strategica delle loro attività in essere, volta ad ottimizzare l'utilizzo delle risorse aziendali e al miglioramento della redditività complessiva. In questo caso, una delle strategie maggiormente utilizzate è il downsizing, ovvero una riduzione delle dimensioni e delle attività aziendali attuata mediante il taglio dei costi operativi e la riduzione di personale ritenuto non essenziale. Un approccio di questo tipo consente alle aziende di concentrarsi maggiormente sulle loro attività core, migliorandone l'efficienza operativa e liberando capitali immobilizzati e risorse finanziarie che possono essere utilizzate per ridurre il debito o reinvestire in aree strategiche.

La vendita di asset non core è un'altra strategia simile alla precedente e frequentemente utilizzata dalle società post-LBO per liberare capitale. Questi asset, che risultano non essenziali ai fini delle operazioni principali dell'azienda, possono includere immobili, unità di business non strategiche o partecipazioni in altre società. Il sell out di tali asset permette all'azienda l'ottenimento di liquidità immediata, che può essere utilizzata per ridurre il livello di indebitamento e migliorare conseguentemente la flessibilità finanziaria. Come sottolinea da Altman (1984), "The sale of non-core assets can provide immediate cash flow and reduce financial leverage, thereby enhancing the firm's financial stability"¹⁴⁴.

Le decisioni relative all'utilizzo di downsizing e della vendita di asset non core sono spesso guidate dalla necessità di miglioramento della situazione finanziaria e operativa dell'azienda. L'implementazione di una strategia di downsizing può comportare la chiusura di stabilimenti produttivi, la riduzione del numero di dipendenti e la riorganizzazione delle strutture aziendali. Questi interventi particolarmente importanti per poter migliorare la competitività complessiva e garantire all'azienda un maggiore sostenimento del debito ed un livello di profitti tali da essere sufficienti per il reinvestimento. Come spiega Jensen (1989), "Downsizing and restructuring

¹⁴⁴ Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.

efforts are often necessary to streamline operations and improve profitability in the aftermath of an LBO"¹⁴⁵.

La vendita di asset e attività ritenute "non core" può comportare una liberazione di capitale significativa per le aziende post-LBO, che può venire impiegato per le diverse finalità strategiche sopra menzionate. Un ulteriore aspetto riguarda il fatto che questi proventi derivanti dalla vendita di asset possano essere reinvestiti nelle attività core dell'azienda, supportando, in tal modo, progetti di crescita e innovazione. Un approccio di questo tipo consente alle aziende target di potersi focalizzare sulle aree di business maggiormente promettenti e che offrono importanti opportunità di sviluppo e competitività a lungo termine. Come spiegano Kaplan e Schoar (2005), "Divesting non-core assets allows firms to concentrate resources on strategic areas, enhancing their ability to innovate and compete effectively"¹⁴⁶.

Le operazioni di downsizing e di vendita di asset non core possono generare notevoli implicazioni anche per la gestione del capitale umano. In particolare, riorganizzazione aziendale e soprattutto la riduzione del personale richiedono una gestione estremamente attenta delle risorse umane, al fine di minimizzare l'impatto negativo che potrebbe generarsi verso i dipendenti e fare in modo di mantenere motivazione e produttività elevate. In questo senso, le aziende devono implementare strategie di comunicazione efficaci e programmi di supporto per aiutare i dipendenti nella gestione del cambiamento e all'adattamento verso le nuove condizioni operative. Come osserva Murphy (1999), "Effective human resource management is critical in the context of downsizing and restructuring to ensure that employees remain engaged and productive"¹⁴⁷.

Per concludere, le operazioni di leverage buy-out hanno un impatto profondo nelle decisioni di reinvestimento e nella gestione delle attività non core delle aziende Target. Le società post-LBO devono affrontare il difficile compito di bilanciare il servizio del debito, e i rischi ad esso associati, con il necessario reinvestimento dei profitti, cercando di migliorare quanto più l'efficienza

¹⁴⁵ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

¹⁴⁶ Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns persistence and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

¹⁴⁷ Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, pp. 2485-2563). Elsevier.

operativa e il sostenimento della crescita a lungo termine. Le strategie di downsizing insieme alla vendita di asset non core rappresentano strumenti essenziali per l'ottimizzazione delle risorse disponibili e la riduzione del livello di indebitamento, liberando capitali che possono essere reinvestiti in iniziative strategiche. Una gestione efficace di questi processi richiede che venga posta particolare attenzione alla pianificazione e alla gestione del capitale umano, al fine di garantire che l'azienda riesca ad adattarsi alle nuove condizioni operative e a mantenere una forte competitività sul mercato. Le aziende che riescono a implementare con successo queste strategie possono migliorare significativamente la loro stabilità finanziaria e creare valore sostenibile a lungo termine.

3.2.2 Impatto delle LBO sulle strategie di deleveraging e ristrutturazione del debito

Le operazioni di leverage buy-out appesantiscono le aziende Target con un livello di indebitamento significativamente elevato, ponendo, di conseguenza, tra gli obiettivi aziendali principali post-LBO il deleveraging, ovvero la riduzione di tale livello di indebitamento. Questo processo può comportare l'utilizzo di diverse strategie finanziarie volte al miglioramento della struttura del capitale e alla riduzione dei rischi associati all'elevato debito. Tra le azioni principali che vengono solitamente intraprese troviamo la riduzione del debito mediante la generazione di flussi di cassa operativi quantitativamente superiori, la rinegoziazione delle condizioni di debito esistenti e l'adozione di politiche di rifinanziamento.

Una delle strategie che vengono maggiormente utilizzate dalle aziende Target con l'obiettivo di deleveraging post-LBO è l'utilizzo dei flussi di cassa operativi per il rimborso del debito. Le aziende cercano la generazione di un flusso di cassa operativo positivo e superiore a quello pre-LBO grazie all'ottimizzazione delle operazioni e la riduzione dei costi, di cui si è parlato nel capitolo 2, destinando, di conseguenza, una parte significativa dei flussi di cassa al pagamento del debito. Questo approccio, pur essendo particolarmente efficace nel breve termine, può fortemente limitare le risorse disponibili per altri investimenti strategici, portando a conseguenze negative nel lungo periodo.

Un elemento di particolare rilevanza del processo di deleveraging post-LBO è la rinegoziazione delle condizioni debitorie esistenti. La rinegoziazione del debito è volta all'ottenimento di

condizioni più favorevoli al fine di poter alleviare la pressione debitoria, migliorando conseguentemente la sostenibilità nel lungo periodo dell'azienda.

L'ottenimento di condizioni più favorevoli passa, generalmente, dalla negoziazione con i creditori per garantirsi una riduzione dei tassi di interesse, un'estensione delle scadenze di pagamento o una modifica delle clausole contrattuali per ottenere una flessibilità operativa maggiore. Questo processo è di fondamentale importanza al fine di poter garantire all'azienda il mantenimento del servizio al debito senza che vengano compromesse le sue capacità operative e di crescita. Un esempio di ciò è il caso dell'acquisizione di Heinz da parte di 3G Capital, nel quale, una delle prime azioni intraprese dal fondo speculativo è stata la rinegoziazione del debito per ottenere tassi di interesse più bassi, consentendo in tal modo una maggiore liquidità operativa. "Refinancing initiatives can significantly lower the cost of debt and provide the needed cash flow to reinvest in business operations" (Damodaran, 2012)¹⁴⁸.

Un aspetto rilevante nella rinegoziazione è la conversione del debito a breve in debito con un orizzonte di rimborso più prolungato. Questo può permettere all'azienda una riduzione dell'onere riguardante le scadenze ravvicinate e di poter pianificare in modo più efficace l'utilizzo delle proprie risorse finanziarie. La conversione, in tal senso, del debito può anche comportare una trasformazione dello stesso in strumenti di capitale, come nel caso delle obbligazioni con diritto di conversione in equity. Questo tipo di strumento finanziario è particolarmente apprezzato dalle società che cercano di attrarre investitori offrendo loro anche una partecipazione potenziale nel capitale proprio. "Convertible bonds provide a hybrid financing solution that can align the interests of debt holders and equity investors" (Hull, 2018)¹⁴⁹. Utilizzo di strumenti di questo tipo comporta una riduzione del debito nominale e un conseguente miglioramento della struttura complessiva del capitale. Secondo Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2016), "Debt restructuring through the issuance of convertible bonds can alleviate short-term financial pressures and provide a pathway for long-term equity participation"¹⁵⁰.

¹⁴⁸ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

¹⁴⁹ Hull, J. C. (2018). *Options, Futures, and Other Derivatives* (10th ed.). Pearson.

¹⁵⁰ Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.

La rinegoziazione del debito non si limita alle semplici condizioni finanziarie, ma può anche coinvolgere un'ampia revisione delle garanzie offerte precedentemente. Le aziende possono anche negoziare una riduzione o rimozione di determinate garanzie collaterali, liberando asset che, in tal modo, possono essere utilizzati per lo sviluppo di ulteriori investimenti o per il miglioramento della liquidità aziendale. Un processo di questo tipo richiede un'attenta valutazione delle attività aziendali e una negoziazione strategica con i creditori per il bilanciamento dei rischi e dei benefici associati alla modifica di tali garanzie. Come sottolinea Jensen (1989), "The renegotiation of collateral agreements can provide firms with the necessary asset flexibility to pursue strategic investments and operational improvements"¹⁵¹.

Queste strategie di rinegoziazione del debito possono anche includere un accordo sui periodi di grazia, durante i quali il servizio del debito viene sospeso o particolarmente ridotto. Questi tipi di garanzie offrono alla società un periodo di respiro finanziario utili alla stabilizzazione delle operazioni e all'implementazione delle iniziative di miglioramento dell'efficienza aziendale. Un periodo di grazia ben negoziato può essere di notevole importanza per le aziende che si trovano ad affrontare le difficoltà temporanee ma che, al contempo, hanno grandi prospettive di ripresa nel lungo periodo. Brigham e Ehrhardt (2013) evidenziano che "Grace periods in debt agreements can provide distressed companies with the necessary time to restructure their operations and return to profitability"¹⁵².

La rinegoziazione può, spesso, sfociare anche nel rifinanziamento vero e proprio. In tal caso, oltre all'utilizzo degli strumenti già citati poc'anzi può trovare posto anche il rifinanziamento mediante prestito sindacato. Questo tipo particolare di rifinanziamento coinvolge un gruppo di istituti finanziari che forniscono in modo congiunto un prestito all'azienda. Un approccio di questo tipo permette all'azienda di distribuire il rischio tra più creditori, riducendo, in tal modo, la dipendenza da un finanziatore singolo e migliorando di conseguenza le condizioni del prestito. I prestiti sindacati possono anche offrire tassi di interesse competitivi e condizioni di finanziamento flessibili, portando ad una gestione più agevole del debito nel lungo periodo. "Syndicated loans

¹⁵¹ Jensen, M. C. (1989). The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.

¹⁵² Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. South-Western Cengage Learning.

can enhance a firm's access to capital markets and provide more favorable financing terms" (Metrick & Yasuda, 2010)¹⁵³.

Le strategie di deleveraging e rifinanziamento non portano solo ad un miglioramento della sostenibilità finanziaria delle aziende Target post-LBO, ma possono avere anche un impatto positivo dal lato del valore aziendale. Infatti, una riduzione del debito diminuisce conseguentemente il rischio finanziario percepito dagli investitori, aumentando la valutazione di mercato dell'azienda. Inoltre, una struttura del capitale maggiormente equilibrata consente alle aziende di allocare risorse in modo più efficiente, promuovendo la crescita e l'innovazione. Interventi di questo tipo, se adeguatamente gestiti, possono portare ad un incremento del valore aziendale e ad una maggiore stabilità finanziaria nel lungo periodo.

In sintesi, la gestione del debito acquisito durante LBO nel periodo post-acquisitorio è un processo estremamente complesso e che, di conseguenza, richiede l'implementazione da parte dell'azienda Target di strategie diversificate di deleveraging e rifinanziamento. Mediante un incremento o stabilizzazione della generazione di flussi di cassa operativi, la rinegoziazione delle condizioni debitorie e l'adozione di strumenti di rifinanziamento, le aziende possono notevolmente migliorare quella che è la loro struttura del capitale e garantire una maggiore sostenibilità finanziaria. Queste strategie riducono non solo il rischio associato all'elevato livello di debito, ma possono anche generare implicazioni positive sul valore aziendale e sulla stabilità finanziaria nel lungo periodo.

3.2.3 Modifiche delle politiche di dividendi post-LBO ed impatti sugli azionisti minoritari

Nelle operazioni di leverage buy-out le politiche di dividendi delle aziende acquisite possono avere implicazioni significative e durature. In questo sotto-paragrafo verranno esplorate le modifiche che solitamente vengono apportate alle politiche di distribuzione dei dividendi post-LBO, focalizzandoci sull'analisi di come tali cambiamenti influenzino anche gli azionisti minoritari e i loro interessi. In particolare, verranno esaminate le tendenze verso la riduzione dei dividendi dovute alla maggiore allocazione al servizio del debito e le conseguenti reazioni del mercato.

¹⁵³ Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.

Dopo un LBO, una delle prime azioni che spesso vengono intraprese dai nuovi proprietari riguarda una riduzione più o meno marcata dei dividendi distribuiti agli azionisti. Questo fenomeno è dovuto principalmente alla necessità dell'azienda di destinare una maggior quota dei flussi di cassa generati al servizio del debito assunto al fine di finanziare l'acquisizione. Un livello elevato di indebitamento comporta e richiede significativi pagamenti regolari e consistenti. Pertanto, il dividendo può essere visto come una risorsa che dev'essere reindirizzare nell'ottica di una nuova gestione finanziaria dovuta alla nuova struttura di capitale aziendale.

Kaplan e Strömberg (2009) rilevano che "LBOs typically lead to a sharp reduction in dividend payouts as firms prioritize debt repayment over shareholder distributions"¹⁵⁴. Tuttavia, la riduzione del dividendo può generare effetti negativi sulla percezione dei mercati, in particolare, riguardo alla salute finanziaria dell'azienda e sulla fiducia degli investitori.

Empiricamente, viene osservato che le aziende target di LBO tendono a ridurre i dividendi più rapidamente rispetto alle altre società. Ad esempio, Lehn e Poulsen (1989) riscontrano che "following an LBO, firms cut their dividends by an average of 70% compared to their pre-LBO levels"¹⁵⁵. Questa riduzione piuttosto elevata è spesso necessaria per liberare i flussi di cassa necessari a soddisfare il servizio del debito, ma essa non è esente dal comportare reazioni negative da parte del mercato e degli azionisti.

Gli azionisti di minoranza subiscono spesso un impatto importante dovuto alle modifiche nelle politiche di dividendi post-LBO. Essendo per definizione meno influenti nella presa delle decisioni aziendali, questi si vedono ridurre i ritorni immediati senza avere la possibilità di esercitare un controllo significativo sulle scelte strategiche aziendali. Questa riduzione del dividendo, sebbene giustificata dalle necessità già evidenziate, può ridurre il valore che viene percepito dagli azionisti minoritari del loro investimento, portandoli anche ad un possibile sell-off delle azioni. Un comportamento di questo tipo, se non effettuato in numeri trascurabili, può anche tradursi in una diminuzione del prezzo per azione, aggravando la posizione della società e ulteriormente quella degli azionisti minoritari.

¹⁵⁴ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

¹⁵⁵ Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance*, 44(3), 771-787.

Inoltre, le decisioni di riduzione dei dividendi possono essere interpretate dagli azionisti e dal mercato come un segnale di difficoltà finanziarie, soprattutto nel caso l'azienda in passato si fosse distinta per lo stacco di un dividendo costante, portando a una perdita di fiducia. Secondo Jensen (1986), "The reduction in dividend payouts post-LBO can significantly impact minority shareholders who rely on these payments for income"¹⁵⁶. Questa perdita di fiducia può tradursi in un ulteriore motivo di vendita massiva delle azioni da parte degli azionisti minoritari, causandone un ulteriore calo del prezzo e un deterioramento maggiore del valore dell'investimento complessivo.

Un altro effetto rilevante per gli azionisti di minoranza che potrebbe manifestarsi, riguarda la diluizione del valore azionario. In un contesto di post-LBO, i nuovi proprietari potrebbero effettuare una nuova emissione azionaria finalizzata al raccoglimento del capitale necessario al servizio del debito o al finanziamento di nuovi progetti di crescita. Questa pratica, sebbene possa anche dimostrarsi vantaggiosa per la salute finanziaria dell'azienda nel lungo termine, comporta spesso una diluizione della proprietà per gli azionisti esistenti, i quali, in virtù degli effetti della sfiducia e della volatilità di cui sopra, potrebbero non esercitare i diritti di opzione e prelazione che spesso accompagnano queste nuove emissioni. In questi casi, le minoranze, vedrebbero ridursi la loro quota di partecipazione e conseguentemente il potere di voto, con un significativo impatto negativo sulla loro capacità di influenza sulle decisioni aziendali.

Le azioni intraprese dai nuovi proprietari come la riduzione dei dividendi e l'emissione di nuove azioni possono portare a un significativo decremento del rendimento totale per gli azionisti minoritari, i quali per queste ragioni potrebbero percepire un deterioramento del valore del loro investimento a fronte di ritorni inferiori rispetto alle attese. Inoltre, la riduzione del dividendo può anche influenzare negativamente la liquidità dell'azionista, soprattutto per quelli che dipendono da essi come fonte di reddito regolare.

Infine, gli elementi sopracitati e le politiche di riduzione dei dividendi post-LBO possono complessivamente comportare un impatto significativo sul comportamento di investimento futuro degli azionisti. Essi, infatti, possono diventare maggiormente cauti nell'effettuare un investimento in aziende che possono rivelarsi potenziali target di LBO. Un comportamento di

¹⁵⁶ Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

questo tipo può influenzare la domanda di azioni di tali società, contribuendo a generare una maggiore volatilità e ad un prezzo delle azioni potenzialmente minore.

L'impatto delle modifiche alle politiche di dividendi a seguito di un LBO si riverbera anche sul mercato, comportando significative reazioni. Generalmente, una riduzione dei dividendi è vista negativamente, poiché, in assenza di giustificazioni quali aumento degli investimenti o ristrutturazioni interne, viene percepita come un segnale di difficoltà. A tal proposito, Asquith e Mullins (1983) affermano che "the market generally reacts unfavorably to dividend cuts, interpreting them as a signal of financial distress"¹⁵⁷. Questa percezione negativa può indurre gli investitori, come nel caso degli azionisti di minoranza, alla vendita delle loro azioni, determinando conseguentemente una diminuzione del prezzo delle azioni e un aumento della volatilità.

Questo tipo di reazione negativa dei mercati può anche essere amplificata qualora vi sia una riduzione della fiducia nelle prospettive future dell'azienda. Quando le imprese tagliano la distribuzione dei dividendi, gli investitori possono interpretare questo come un segno che l'azienda non sia in grado di generare cash flow sufficienti a sostenimento sia del debito sia delle distribuzioni agli azionisti, per un periodo indefinito o non di breve durata. Secondo Michaely, Thaler e Womack (1995), "Dividend decreases are generally associated with a negative market reaction as they are often viewed as a sign of financial trouble"¹⁵⁸.

Inoltre, le suddette modifiche alle politiche di dividendi possono avere influenza anche sul comportamento degli investitori istituzionali, che spesso sono quelli che possiedono grandi quantità di azioni e, perciò, detengono un'influenza significativa sui prezzi di mercato. Gli investitori istituzionali tendono ad avere una visione più improntata sul lungo periodo, ma si focalizzano molto anche sulla stabilità e redditività delle partecipazioni che detengono. Infatti, se percepiscono che il taglio dei dividendi sia in realtà un segnale di instabilità dell'azienda, possono anche decidere di effettuare una riduzione delle loro posizioni, contribuendo alla creazione di una maggiore volatilità e ad una diminuzione del prezzo delle azioni, anche in virtù del fatto in sé, in quanto i movimenti di questi operatori vengono, spesso, molto attenzionati. Come osservano

¹⁵⁷ Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77-96.

¹⁵⁸ Michaely, R., Thaler, R. H., & Womack, K. L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *Journal of Finance*, 50(2), 573-608.

Brav, Graham, Harvey e Michaely (2005), "Institutional investors are particularly sensitive to dividend policy changes and often react swiftly to dividend cuts"¹⁵⁹.

L'instabilità generata nei prezzi delle azioni a seguito di queste modifiche può anche influenzare la percezione del rischio che viene associato all'azienda. Un aumento progressivo della volatilità può, infatti, portare ad un incremento del costo del capitale, poiché gli investitori che pesano il rischio dei loro investimenti richiederanno un premio al rischio superiore per compensare la maggiore incertezza. Questo può innescare un circolo vizioso, dove l'aumento del costo del capitale comporta un limite ulteriore alla capacità dell'azienda di generare rendimenti che siano sufficienti per soddisfare sia il servizio del debito che le aspettative degli azionisti. Secondo Fama e French (1993), "Increased volatility following dividend cuts can elevate the cost of equity, further straining the firm's financial resources"¹⁶⁰.

Un ulteriore aspetto importante nell'analisi delle reazioni del mercato alle riduzioni dei dividendi post-LBO è la possibilità che esse comportino anche implicazioni durature sulla reputazione della società. La minore affidabilità con cui vengono percepite può influenzare negativamente le future decisioni di investimento nell'azienda da parte degli operatori dei mercati. Tale perdita di fiducia può perdurare, rendendo, di conseguenza, più difficile per l'azienda la raccolta di capitale in futuro e l'attrazione di nuovi investitori. "firms that cut dividends may suffer from a damaged reputation, making it more challenging to regain investor trust" (Grullon, Michaely, & Swaminathan, 2002)¹⁶¹.

In conclusione, le operazioni di LBO hanno un impatto importante sulle politiche di dividendi delle aziende Target, con una maggiore tendenza alla riduzione degli stessi in favore di una allocazione al servizio del debito. Una strategia di questo tipo può influenzare negativamente gli azionisti minoritari e, in generale, il mercato azionario. Le evidenze empiriche e la letteratura esistente confermano che questo tipo di cambiamenti può portare a una riduzione del valore azionario e ad una diluizione della proprietà per gli azionisti esistenti.

¹⁵⁹ Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.

¹⁶⁰ Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

¹⁶¹ Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387-424.

CAPITOLO 4: Caso studio LBO di WM Morrison Supermarkets PLC da parte di CD&R

Il presente capitolo si pone come obiettivo un'analisi approfondita dell'operazione di leverage buy-out che ha coinvolto la catena di supermercati Wm Morrison PLC, una delle maggiori realtà nel settore della vendita al dettaglio alimentare del Regno Unito. L'LBO è stata condotta dal fondo di private equity Clayton Dubilier & Rice (CD&R), anch'essa una delle principali entità globali del settore. L'operazione, completata nel 2021, è l'ultima di una lunga serie di LBO effettuate in territorio britannico da parte di grandi fondi, e si inserisce in un contesto competitivo caratterizzato da dinamiche di mercato complesse e da una crescente attenzione verso gli investimenti nell'e-commerce e nella sostenibilità ambientale.

In questo capitolo, l'analisi è stata sviluppata seguendo tre principali sezioni: il contesto intorno a cui si è svolta l'acquisizione, gli impatti post-LBO e una valutazione dei risultati economico-finanziari ottenuti dall'azienda nel medio-lungo termine. Ciascuna di queste sezioni si focalizza sugli aspetti strategici, operativi e finanziari che hanno caratterizzato questa operazione di LBO, esaminando le molteplici sfide e opportunità che essa ha presentato per Morrison e per la sua nuova Governance.

4.1 Contesto dell'acquisizione

Il capitolo si apre con una descrizione della storia di Wm Morrison PLC, partendo dalla sua fondazione a Bradford nel 1899 fino al suo ruolo odierno di protagonista nel mercato della grande distribuzione alimentare nel Regno Unito. Sotto la guida del figlio del fondatore Ken Morrison, l'azienda ha attraversato un periodo di grande espansione, culminato con l'acquisizione della catena di supermercati Safeway avvenuta nel 2004, che ha trasformato Morrison da attore regionale ad una delle principali catene del Regno Unito. Negli ultimi anni, Morrison ha ulteriormente consolidato la sua posizione attraverso l'adozione di un modello di business integrato verticalmente, che le ha permesso di controllare saldamente la propria catena di approvvigionamento e mantenere elevati standard di qualità e freschezza dei prodotti. Nel contesto di questa grande espansione e crescita, CD&R ha identificato in Morrison una opportunità di investimento potenziale. Morrison, infatti, con la sua forte presenza nel mercato alimentare britannico ed una consolidata ed importante partnership con Amazon per il segmento dell'e-commerce, rappresentava per CD&R una solida base su cui poter costruire un piano di crescita nel lungo periodo.

4.1.1 Storia e posizionamento di Morrison nel mercato al dettaglio del Regno Unito

La catena di supermercati Wm Morrison PLC affonda le sue radici nella città di Bradford, dove, nel 1899, William Morrison fondò una piccola attività di vendita di beni basilari quali burro e uova. Questa attività, sebbene agli inizi modesta, incarnava i valori di qualità e servizio che sarebbero poi diventati i punti fermi delle attività Morrison e avrebbero continuato a definire l'azienda per oltre un secolo. La crescita di Morrison fu graduale ma costante, e il passaggio dall'attività di un singolo punto vendita a quella di una catena di supermercati rappresentò una fondamentale svolta nella sua successiva espansione. L'azienda si distinse sin dai primi anni per la capacità di sapersi adattare alle esigenze dei clienti, un fattore che divenne poi cruciale per il suo successo in un settore competitivo quale la vendita al dettaglio nel Regno Unito.

Negli anni '50, Ken Morrison, figlio del fondatore William, prese il controllo dell'azienda e avviò un processo di progressiva modernizzazione ed espansione. Sotto la sua guida, l'azienda adottò un approccio più deciso ed ambizioso, aprendo il primo supermercato a Bradford nel 1961.

Questo fu un periodo di grande trasformazione per l'azienda, che passò dall'essere un piccolo punto vendita locale ad una catena con una importante e crescente presenza regionale. Il successo dell'attività del primo supermercato funse da stimolo per l'avvio di ulteriori aperture e l'inizio di un'espansione su scala nazionale, supportata da una strategia aziendale che poneva l'accento su prezzi competitivi e prodotti freschi di alta qualità.

La crescita di Morrison subì un'ulteriore accelerazione negli anni '80 e '90, mediante una serie di acquisizioni strategiche e all'espansione della propria rete di negozi. Nel 1967, l'azienda si quotò alla Borsa di Londra, segnando un traguardo importante che, successivamente, fornì anche il capitale necessario a sostenere un'espansione di tale portata. Negli anni successivi, Morrison riuscì a consolidare la propria posizione nel mercato, sfruttando una domanda crescente di supermercati che fossero in grado di offrire una gamma di prodotti alimentari sufficientemente vasta e a prezzi accessibili. La strategia di Morrison si basava principalmente su un modello operativo che combinava l'efficienza applicabile ad una catena di grande distribuzione con l'attenzione quasi artigianale alla freschezza e alla qualità dei prodotti.

Un momento particolarmente importante nella storia di Morrison fu l'acquisizione della grande catena di supermercati Safeway nel 2004. Questa operazione raddoppiò effettivamente la dimensione dell'azienda, e la trasformò da attore regionale ad uno dei maggiori concorrenti nazionali. L'acquisizione di Safeway portò con sé anche numerose sfide, tra cui l'integrazione di sistemi differenti e la ristrutturazione del portafoglio di negozi ora in suo possesso ma, nonostante ciò, si rivelò una mossa strategica vincente, che permise a Morrison di poter accedere a nuovi mercati e ampliare in modo significativo la propria base di clienti¹⁶².

L'espansione della ormai catena di supermercati Morrison nel corso del 21° secolo ha continuato a seguire un percorso di crescita continua e sostenuta, con particolare enfasi sulla qualità dei prodotti e soddisfazione della clientela. L'azienda ha, inoltre, adottato un modello di integrazione verticale che le permette di controllare direttamente gran parte della propria catena di approvvigionamento. Questo approccio ha largamente distinto Morrison dai suoi principali concorrenti, offrendo un vantaggio competitivo significativo in termini di controllo dei costi e capacità di risposta alle esigenze dei consumatori, nonché di controllo della qualità lungo tutta la filiera. Inoltre, l'azienda ha continuato ad innovare, espandendosi nel settore della vendita online

¹⁶² Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

e stringendo diverse partnership strategiche con i giganti della tecnologia quali Amazon, al fine di riuscire a capitalizzare la crescente domanda di servizi di e-commerce¹⁶³.

Oggi, la catena di supermercati Morrison è riconosciuta come uno dei leader del settore della vendita al dettaglio nel Regno Unito, con una reputazione solida costruita con oltre un secolo di attività. Nonostante le continue sfide del mercato della vendita al dettaglio, inclusa una agguerrita concorrenza dei discount e le pressioni sui margini, l'azienda continua a dimostrare una notevole capacità di adattamento e innovazione, mantenendo la sua posizione di rilievo nel panorama della grande distribuzione britannica¹⁶⁴.

In un contesto altamente competitivo quale la grande distribuzione nel Regno Unito, Wm Morrison Supermarkets PLC si è sempre distinta per una strategia largamente orientata alla differenziazione basata su alcuni pilastri chiave come: la qualità dei prodotti, il controllo della catena di approvvigionamento e un attento bilanciamento tra valore e prezzo. Morrison ha sempre puntato nell'offrire ai propri clienti un'esperienza di acquisto che fosse in grado di combinare convenienza e qualità, un binomio che è stato costantemente migliorato nel corso degli anni mediante l'implementazione di investimenti mirati e innovazioni strategiche.

Uno degli elementi chiave della strategia competitiva di Morrison è stato l'elevato controllo della propria catena di fornitura, reso possibile grazie all'utilizzo di un modello di business maggiormente integrato verticalmente, rendendolo unico nel settore. Questa strategia ha permesso all'azienda di produrre internamente una larga quantità dei prodotti freschi venduti nei propri supermercati, garantendo in tal modo standard elevati di qualità e freschezza che hanno attratto e fidelizzato i clienti nel corso degli anni. Inoltre, questo approccio ha consentito a Morrison di esercitare un maggiore controllo sui costi di produzione, migliorando in tal modo la propria capacità di competere sui prezzi senza, perciò, dover sacrificare la qualità dei prodotti.

Morrison ha inoltre saputo adattarsi alle continue trasformazioni del mercato e alle nuove esigenze maturate dai consumatori, evolvendo progressivamente la propria offerta e abbracciando le nuove tecnologie. In particolare, l'azienda ha riconosciuto l'importanza crescente che sta assumendo il settore dell'e-commerce e ha significativamente investito in esso al fine di rafforzare la propria presenza online. Ciò è stato implementato mediante lo sviluppo di una

¹⁶³ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

¹⁶⁴ Financial Times. (2021). Morrison: A History of Growth and Innovation.

partnership strategica con Amazon e il successivo focus sulla propria piattaforma di vendita online. In tal modo Morrison è riuscita ad entrare in modo efficace nel segmento della vendita al dettaglio online, rispondendo alla crescente domanda di servizi di consegna a domicilio, soprattutto durante il periodo del Covid19, e ampliando la propria base di clienti anche in questo canale. Questi investimenti hanno permesso a Morrison di rimanere rilevante in un mercato in cui la digitalizzazione dei servizi di vendita è diventata un fattore critico per il successo a lungo termine¹⁶⁵.

Oltre ai temi legati alla qualità e all'innovazione tecnologica, Morrison ha spesso adottato anche una strategia di pricing molto aggressiva al fine di mantenere la competitività, soprattutto di fronte alla crescente concorrenza dei discount come Aldi e Lidl. L'azienda ha costantemente investito in campagne di riduzione dei prezzi e in offerte promozionali mirate alla fidelizzazione dei clienti esistenti e ad attrarne di nuovi. Questo approccio ha consentito a Morrison di mantenere una posizione forte nel mercato, nonostante le pressioni sui margini derivanti da un ambiente altamente competitivo e sempre più sfidante¹⁶⁶.

Nel complesso, la strategia competitiva di Morrison è sempre stata caratterizzata da una capacità di adattamento alle mutevoli dinamiche di mercato, unita a una costante innovazione nel servizio di offerta ai clienti. Il mix di forte integrazione verticale rispetto ai competitor, espansione digitale e politiche di prezzo competitive ha permesso all'azienda il progressivo consolidamento della propria posizione nella grande distribuzione nel Regno Unito, mantenendo al contempo quella forte attenzione ai valori che hanno caratterizzato la sua storia e che continuano a guidarne le scelte strategiche.

Nel considerare quali possano essere le prospettive future di Wm Morrison Supermarkets PLC, diviene evidente come la società dovrà continuare ad operare in un ambiente fortemente competitivo ed in continua e rapida evoluzione. Tuttavia, la sua capacità di adattamento e di innovazione fornisce a Morrison una solida base per affrontare efficacemente le sfide future e conseguentemente cogliere eventuali opportunità emergenti.

Uno degli aspetti chiave per il futuro dei supermercati Morrison sarà la capacità di riuscire a mantenere e, al contempo, rafforzare la sostenibilità del proprio modello di business. L'azienda

¹⁶⁵ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

¹⁶⁶ Financial Times. (2021). Morrison: A History of Growth and Innovation.

ha già intrapreso importanti passi avanti in questa direzione, con svariate iniziative volte alla riduzione dell'impatto ambientale mediante una diminuzione degli sprechi alimentari, l'incremento nell'uso delle fonti di energia pulita e la promozione di pratiche agricole sostenibili tra i suoi fornitori. L'attenzione alla sostenibilità non è solo la risposta di Morrison alle crescenti pressioni normative e alle aspettative dei consumatori, ma anche una importante componente strategica che può tradursi in un vantaggio competitivo nel lungo periodo. In questo contesto, Morrison ha fissato obiettivi ambiziosi, come la riduzione del 50% degli sprechi alimentari residui entro il 2030, un impegno che riflette la sua visione a lungo termine e la consapevolezza dell'importanza di un modello di crescita responsabile¹⁶⁷.

In parallelo, l'espansione delle capacità digitali e l'innovazione tecnologica dovranno continuare ad essere al centro delle strategie future di Morrison. Il crescente peso dell'e-commerce e la successiva trasformazione delle abitudini di acquisto dei consumatori richiedono un continuo ed importante investimento nelle infrastrutture digitali e nelle partnership strategiche, come quella con Amazon. Questi sviluppi permetteranno a Morrison non solo di rimanere competitiva nel tempo, ma le offriranno anche nuove opportunità di crescita in un mercato sempre più digital oriented. L'azienda risulta essere ben posizionata al fine di poter sfruttare queste tendenze, anche grazie alla sua capacità di adattamento e alla già consolidata presenza online¹⁶⁸.

Un'altra area di focus per il futuro di Morrison sarà un rafforzamento delle relazioni con i fornitori ed una continua ottimizzazione della catena di approvvigionamento. Soprattutto nell'era post-Covid19 in cui le interruzioni delle catene di fornitura e le ampie fluttuazioni dei prezzi delle materie prime sono diventate notevolmente più frequenti rispetto al passato, la capacità di Morrison di mantenere un controllo rigoroso sui costi e di garantire la qualità dei prodotti sarà cruciale. Questo porterà anche alla necessità di approfondire maggiormente le collaborazioni con i produttori sia locali che internazionali, al fine di potersi assicurare una maggiore resilienza e sostenibilità lungo tutta la catena del valore¹⁶⁹.

¹⁶⁷ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

¹⁶⁸ Financial Times. (2021). Morrison: A History of Growth and Innovation.

¹⁶⁹ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

Infine, la strategia di espansione e crescita di Morrison dovrà senza alcun dubbio tenere conto dell'evoluzione delle normative e delle politiche governative, specialmente in materia di concorrenza e protezione dei consumatori. Le operazioni di LBO che hanno recentemente coinvolto la società hanno, inoltre, acceso i riflettori sulle successive pratiche finanziarie nonché implicazioni a lungo termine per la struttura patrimoniale e la gestione operativa. Morrison dovrà pertanto dimostrarsi particolarmente attenta nel mantenere un equilibrio solido tra le necessità di crescita e l'obbligo di mantenere una gestione finanziaria quanto più solida e responsabile possibile¹⁷⁰.

In sintesi, il futuro di Wm Morrison PLC è fortemente legato alla sua capacità di evolvere in un contesto caratterizzato da innumerevoli e rapidi cambiamenti tecnologici, pressioni competitive crescenti e grandi aspettative in termini di sostenibilità. L'azienda, grazie alla sua lunga storia di innovazione e adattamento, risulta essere ben posizionata per riuscire ad affrontare queste sfide e continuare a prosperare nel settore della grande distribuzione alimentare nel Regno Unito.

4.1.2 Motivazioni strategiche di CD&R per l'acquisizione di Morrison

Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) è una delle più antiche società di private equity, fondata nel 1978 a New York. CD&R nel corso degli anni si è distinta nel panorama globale degli investimenti per la sua capacità di coniugare un approccio operativo con un'acuta sensibilità finanziaria, focalizzandosi principalmente sull'acquisizione e trasformazione di aziende con un elevato potenziale di crescita e miglioramento. CD&R, a marzo 2021, ha in gestione oltre 40 miliardi di dollari di asset, la società ha costruito un portafoglio diversificato attraverso acquisizioni strategiche in vari settori, tra cui la sanità, la tecnologia, i servizi industriali e la distribuzione al dettaglio¹⁷¹.

Il modus operandi di CD&R è principalmente basato su una strategia di investimento che mira non solo a rilevare imprese sottovalutate o in difficoltà, ma anche a valorizzare realtà già

¹⁷⁰ The Guardian. (2023). Is Private Equity Tearing the Soul Out of Morrisons Supermarket?.

¹⁷¹ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

affermate, apportando miglioramenti operativi e strategici. La società adotta un particolare modello di partnership con il management presente nelle aziende acquisite, collaborando strettamente con i dirigenti esistenti per implementare ristrutturazioni operative, migliorare l'efficienza e guidare la crescita sostenibile a lungo termine. Questo tipo di approccio è fortemente supportato dall'esperienza dei senior advisors di CD&R, molti dei quali sono ex dirigenti di successo che apportano competenze specifiche e conoscenze settoriali profonde.

L'interesse di CD&R per Wm Morrison è diventato pubblico nel giugno 2021, in concomitanza della data in cui l'offerta è stata rifiutata dal CdA della società. Successivamente l'offerta è stata migliorata in termini economici, pertanto, il CdA di Morrison, ritenendola sufficiente, ha accettato l'offerta riveduta nel mese di agosto 2021. Nel contesto dell'acquisizione di Wm Morrison Supermarkets PLC, CD&R ha identificato molteplici opportunità strategiche che portano la società ad allinearsi con la sua filosofia di investimento. La decisione di acquisire Morrison è stata influenzata da svariati fattori, tra cui: la forte posizione di mercato dell'azienda britannica, la sua integrazione verticale nella catena di approvvigionamento e dalle opportunità di crescita nel settore della vendita al dettaglio online, un segmento in rapida espansione soprattutto nel Regno Unito. Inoltre, la partnership strategica di Morrison con Amazon, uno dei leader globali nell'e-commerce, ha rappresentato un ulteriore elemento di attrattività per CD&R, che ha visto in questa alleanza un'opportunità per poter ulteriormente potenziare e migliorare le capacità digitali di Morrison, al fine di consolidare la sua presenza nel mercato online¹⁷².

Inoltre, CD&R è nota per il suo impegno e la sua abilità nel mantenere e valorizzare il patrimonio immobiliare delle aziende da essa acquisite. Nel caso di Morrison, il portafoglio immobiliare era notevolmente ampio e, perciò, rappresentava non solo un elevato valore tangibile ma anche una base strategica per l'espansione futura. CD&R ha pianificato di utilizzare questo tipo di risorse in modo ottimale, migliorando l'efficienza operativa complessiva senza dover ricorrere alla vendita degli asset, garantendo in tal modo un determinato grado di stabilità e continuità dell'azienda a lungo termine. Questo tipo di approccio ha rassicurato sia il management che gli azionisti di Morrison, contribuendo nel facilitare le operazioni di accettazione dell'offerta da parte del consiglio di amministrazione¹⁷³.

¹⁷² The Guardian. (2021). Politicians warn against the sell-off of assets as CD&R prepares to buy Morrisons

¹⁷³ Competition and Markets Authority. (2021). Completed acquisition by Clayton, Dubilier & Rice.

Inoltre, la reputazione di CD&R nel lavorare in sintonia con i team dirigenziali esistenti ha giocato un ruolo particolarmente rilevante nel successo dell'acquisizione di Morrison. CD&R ha dovuto assumere l'impegno nel preservare l'identità e i valori fondamentali dell'azienda acquisita, evitando l'attuazione di cambiamenti radicali che potrebbero destabilizzarla, questo ulteriore elemento ha permesso di costruire un clima di fiducia e collaborazione. Questo approccio ha significativamente facilitato il processo di integrazione post-acquisizione e ha consentito di massimizzare successivamente le sinergie operative, posizionando Morrison verso una crescita sostenibile nel lungo periodo.

Come detto, l'espansione nel settore della vendita al dettaglio alimentare britannico è stata tra le motivazioni principali che hanno guidato l'acquisizione di Wm Morrison Supermarkets PLC da parte di Clayton, Dubilier & Rice. Il mercato della vendita al dettaglio alimentare rappresenta un settore chiave per gli investitori, in quanto, esso è spesso caratterizzato da una domanda costante e da una relativa resilienza alle fluttuazioni economiche. In particolare, il mercato britannico offre significative opportunità per gli investitori internazionali date dalla sua dimensione notevole e alla continua evoluzione delle abitudini di consumo dei cittadini inglesi, che stanno progressivamente spostandosi verso l'ambito dell'e-commerce e l'acquisto di alimenti online.

Morrison, con la sua forte presenza nel Regno Unito e una rete di oltre 500 punti vendita fisici, rappresentava per CD&R un'ottima opportunità per poter entrare in un mercato fortemente competitivo, ma altrettanto stabile. La catena, infatti, detiene una significativa porzione del mercato alimentare britannico, posizionandosi come uno dei maggiori attori operanti nel settore. L'acquisizione ha permesso a CD&R di accedere ad un determinato segmento di mercato che, nonostante le innumerevoli sfide poste dalla crescente concorrenza di discount come Aldi e Lidl, continua ad essere redditizio, anche grazie ad una base clienti molto ampia e fidelizzata e ad un marchio riconosciuto per la qualità dei prodotti e il servizio offerto.

Un altro aspetto importante dell'espansione nel settore della vendita al dettaglio alimentare inglese è legato alle recenti opportunità offerte dall'e-commerce, un settore che ha visto una crescita notevole, soprattutto durante e a seguito della pandemia di COVID-19. La già citata partnership di Morrison con Amazon, uno dei leader globali nell'e-commerce, ha notevolmente contribuito a potenziare la presenza online della società, consentendole, in tal modo, di soddisfare la sempre più crescente domanda di consegne a domicilio e di servizi digitali. Questa collaborazione ha ampliato significativamente la capacità distributiva di Morrison, permettendole

di raggiungere una quota più ampia di consumatori nel Regno Unito e rafforzando la sua competitività rispetto ai diretti competitor¹⁷⁴.

L'acquisizione di Morrison ha inoltre offerto a CD&R l'opportunità di capitalizzare le recenti tendenze nel settore della vendita al dettaglio alimentare, come la crescente attenzione dei consumatori nei confronti della sostenibilità ambientale e i prodotti locali. Morrison ha storicamente mantenuto una forte integrazione verticale, ciò comporta che la produzione di una parte significativa dei propri prodotti avviene mediante una catena di fornitura interna che include molteplici fattorie e stabilimenti di produzione sparsi nel territorio. Questo modello contribuisce a garantire elevati standard di qualità, ma al contempo permette all'azienda di essere in grado di reagire rapidamente ai cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, un fattore che CD&R ha identificato come un indiscutibile vantaggio competitivo da mantenere e sviluppare, ed inoltre, questo aspetto comporta anche un ingente attivo utile alla copertura del debito assunto durante l'operazione.

Inoltre, CD&R ha visto nell'acquisizione un'opportunità per portare un vento di cambiamento all'interno della società implementando ulteriori miglioramenti operativi che avrebbero potuto rafforzare la posizione di Morrison nel mercato britannico della vendita al dettaglio alimentare. Attraverso quest'ottimizzazione delle operazioni e l'espansione della presenza digitale, CD&R mira ad incrementare i margini aziendali e al consolidamento della leadership di Morrison in un contesto di mercato in continua e rapida evoluzione. Questo piano strategico ha incluso un'ulteriore espansione delle capacità di e-commerce dell'azienda e l'ulteriore integrazione della supply chain al fine di migliorare l'efficienza e la sostenibilità.

Il rafforzamento della presenza di Clayton, Dubilier & Rice nel Regno Unito effettuato mediante l'acquisizione di Wm Morrison PLC rappresenta una componente importante della strategia globale del fondo di private equity. Il mercato britannico, nonostante le grandi incertezze legate alla Brexit, continua a essere una delle piattaforme più ampie e stabili d'Europa, offrendo importanti opportunità per investitori strategici come CD&R.

La scelta di investire in Morrison riflette l'interesse di CD&R nel rafforzare la sua posizione in un mercato caratterizzato da una concorrenza crescente, sia da parte dei grandi operatori internazionali quali i retailer, che da parte dei discount nazionali. L'acquisizione ha fornito a CD&R

¹⁷⁴ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

una solida piattaforma mediante la quale punta ad espandere ulteriormente la propria presenza nel Regno Unito, beneficiando della solida reputazione di Morrison e della sua estesa rete di distribuzione. Morrison, con i suoi oltre 500 punti vendita fisici e un'elevata quota di mercato, rappresentava non solo un investimento sicuro alla luce degli obiettivi di cui sopra, ma anche una base da cui CD&R poteva espandere la sua influenza nel settore della grande distribuzione britannica¹⁷⁵. Inoltre, il rafforzamento della presenza di CD&R nel Regno Unito mediante l'operazione Morrison è stato visto come una mossa strategica effettuata al fine di diversificare il proprio portafoglio in un momento in cui il mercato europeo stava affrontando importanti e radicali trasformazioni economiche. La Brexit ha, infatti, portato ad una serie di sfide, ma, al contempo, ha anche creato nuove opportunità per i grandi operatori globali che possono in questo modo capitalizzare su un mercato più aperto e competitivo. CD&R, attraverso l'acquisizione di Morrison, è riuscita a stabilire una presenza ancora più forte in un mercato chiave, utilizzando tale catena di supermercati come trampolino di lancio per ulteriori operazioni nel Regno Unito ed in generale nel continente Europeo¹⁷⁶.

Come già più volte evidenziato questa decisione di CD&R di rafforzare la propria presenza nel Regno Unito attraverso l'acquisizione di un'azienda ben radicata come Morrison non è stata solo una mossa economica fine a sé stessa, ma anche un impegno a più lungo termine nei confronti del mercato britannico. Un'acquisizione di questo tipo permette a CD&R di giocare il ruolo di un operatore di primo piano in un settore che, nonostante le innumerevoli sfide, continua a crescere e ad offrire margini solidi. Questa operazione consentirà anche a CD&R di consolidare le proprie competenze e conoscenze del mercato nazionale britannico, posizionandosi, in tal modo, come uno degli attori chiave nel settore della distribuzione alimentare e oltre.

¹⁷⁵ The Guardian. (2021). Politicians warn against the sell-off of assets as CD&R prepares to buy Morrisons

¹⁷⁶ Competition and Markets Authority. (2021). Completed acquisition by Clayton, Dubilier & Rice.

4.2 Struttura del debito e garanzie offerte

Prima di addentrarci nell'analisi quantitativa degli indicatori economico-finanziari di Morrison post-LBO, è necessario avere una panoramica maggiore sui numeri generali dell'acquisizione, nonché il suo processo. Per finalizzare l'operazione CD&R ha creato una società veicolo detenuta al 100% denominata Market Bidco Limited, utilizzata poi per facilitare l'operazione di raccolta del debito e, ad oggi, essa detiene il 100% di Morrison. L'importo totale dell'operazione è 7 miliardi di sterline, divise in 3,6 miliardi di debito finanziato da un consorzio di banche e 3,4 miliardi di equity fornito da CD&R.¹⁷⁷ Questo comporta un finanziamento quasi al 50% tra debito ed equity, che può considerarsi una particolarità nelle LBO, nelle quali è usuale l'utilizzo di 20-40% di equity e il restante debito. Questo può essere la conseguenza del fatto che, come già precedentemente evidenziato, il settore della grande distribuzione alimentare è caratterizzato da una relativa stabilità dei margini, nonché una loro esiguità. Inoltre, il periodo in cui l'operazione è stata strutturata e finalizzata era caratterizzato da una crescente incertezza dovuta al Covid19, nonché alla forte ripresa della domanda che, come poi si è verificato, faceva temere tensioni inflattive con conseguente aumento dei tassi di mercato, portando in tal caso ad un aumento dell'onerosità del debito. È oltretutto doveroso evidenziare che Morrison, nonostante si presentasse come un'azienda solida e con un importante patrimonio immobiliare, nel momento dell'acquisizione stava affrontando molteplici sfide come i margini operativi ridotti e la difficoltà di gestione della supply chain post-Brexit e pandemia. In ultima istanza, questa configurazione di capitale dell'operazione, potrebbe voler significare che CD&R intenda sostenere a lungo Morrison, e non puntare ad un'operazione di breve durata.

Spesso le operazioni LBO vengono finalizzate da una fusione tra la NewCo e la società oggetto dell'operazione, tuttavia, in questo caso, CD&R ha optato per il mantenimento della struttura operativa esistente, ciò non toglie che possa decidere in futuro di semplificare la struttura aziendale, soprattutto se dovessero esserci acquisizioni o partnership ulteriori da parte di Morrison.

Addentrandoci ulteriormente nei dettagli dell'operazione, il punto focale diventa il prestito intercompany di 1.843 miliardi di sterline fornito dal veicolo Market Bidco Ltd¹⁷⁸. Tale prestito è

¹⁷⁷ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

¹⁷⁸ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

stato formalizzato immediatamente dopo l'avvenuta acquisizione, in data 8 novembre 2021. Questo prestito, garantito e privo di interessi, ha reso Morrison indirettamente responsabile del debito assunto, infatti, nonostante Market Bidco Ltd sia il debitore formale nei confronti dei creditori esterni, Morrison dovrà utilizzare i propri flussi di cassa operativi per ripagare tale somma¹⁷⁹. In sintesi, i cash flow di Morrison sono destinati al rimborso del prestito intercompany, da parte sua, Market Bidco con questi flussi di denaro ripagherà i propri obblighi finanziari verso gli istituti finanziari che hanno finanziato l'acquisizione di Morrison. Un meccanismo di questo tipo rende la società responsabile del debito, in questo caso di una parte del debito, anche se non l'ha contratto direttamente, facendola diventare uno dei principali sostenitori del debito contratto per la propria acquisizione, seguendo lo schema classico delle LBO. Inoltre, dall'analisi dei report finanziari emerge come, oltre a suddetto prestito Intercompany, Morrison svolga anche un ruolo importante come garante di diversi strumenti di debito emessi a livello di gruppo¹⁸⁰. In particolare, se una parte di debito non viene trasferito direttamente alla società target con il meccanismo di cui sopra, essa può comunque assumersene la responsabilità fungendo da garante per tali debiti delle società veicolo. Nel caso in analisi, Morrison insieme a Safeway Ltd (società acquistata da Morrison nel 2004 e rimasta attiva all'interno della struttura della stessa per scopi amministrativi e finanziari) si sono impegnate nel garantire alcune delle obbligazioni finanziarie contratte dalla società veicolo. Ciò comporta che, qualora Market Bidco non fosse in grado di onorare i propri debiti, sarebbero Morrison e Safeway a doversene far carico. Uno degli strumenti principalmente utilizzati in questo caso è stato il Senior Facilities Agreement. Questo strumento impone che tutte le cosiddette "entità materiali" (ovvero tutte le entità che sono detentrici di più del 5% degli asset del gruppo o ne gerano almeno il 5% di Ebitda), in questo caso Morrison e Safeway, diventino garanti dei debiti contratti. Esse sono state, pertanto, nominate responsabili di parte delle obbligazioni emesse da Market Bidco Ltd a partire dal 23 marzo 2022¹⁸¹. In sintesi, il prestito Intercompany, nonché le garanzie offerte da Morrison, costituiscono un pacchetto complessivo strutturato da CD&R per gestire il debito generato e allocato a Market Bidco Ltd al fine di acquisire Morrison. Questi elementi comportano l'attribuzione effettiva delle

¹⁷⁹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

¹⁸⁰ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

¹⁸¹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

responsabilità su tale debito da parte di Morrison, finalizzando l'operazione di LBO nel modo classico, nonostante siano state riscontrate alcune particolarità quali l'elevata percentuale di equity utilizzata e la non totale allocazione del debito a Morrison direttamente.

4.3 Impatti post-acquisizione

Il secondo paragrafo analizza gli effetti che l'acquisizione ha generato in termini di operatività e struttura finanziaria. Uno dei maggiori impatti è stata una forte accelerazione del processo di digitalizzazione ed espansione delle operazioni di e-commerce. Difatti, la partnership con Amazon, già avviata nel 2016, è stata ulteriormente rafforzata, consentendo in tal modo a Morrison di migliorare le proprie capacità di distribuzione e di poter rispondere efficacemente alla crescente domanda di acquisti online, che ha avuto ampio sviluppo a seguito della pandemia di COVID-19.

Inoltre, l'acquisizione ha comportato anche una serie di modifiche operative interne, tra cui la riorganizzazione della propria catena di approvvigionamento e l'introduzione di misure interne al fine di migliorare l'efficienza. Parallelamente, l'acquisizione ha portato anche ad una serie di ristrutturazioni aziendali. Una delle operazioni di maggior rilevanza è stata l'acquisizione di McColl's Retail Group. Inoltre, CD&R ha integrato le operazioni di Morrison con quelle di Motor Fuel Group, creando notevoli sinergie nel settore della distribuzione di carburante.

4.3.1 Effetti immediati sull'operatività e la struttura finanziaria di Morrison

L'acquisizione mediante LBO di Wm Morrison PLC da parte di Clayton, Dubilier & Rice ha generato immediati effetti sull'operatività dell'azienda, influenzando molteplici aree cruciali della sua attività. Uno degli impatti di maggior rilevanza è stata l'accelerazione impressa al processo di digitalizzazione, che ha visto un corposo potenziamento delle capacità di e-commerce di Morrison, un settore in cui l'azienda aveva già iniziato a investire negli anni precedenti, ma che ha assunto una ulteriore rilevanza a seguito dell'acquisizione. La partnership con Amazon, già avviata nel 2016, è stata ulteriormente rafforzata, permettendo in tal modo a Morrison di poter ampliare la propria offerta online e conseguentemente di migliorare la capacità di distribuzione a livello nazionale. Questo sviluppo è stato particolarmente importante in un contesto in cui la pandemia di COVID-19 aveva spinto molti consumatori verso lo shopping online, cambiando in maniera rilevante le regole e le dinamiche del settore retail nel Regno Unito. L'acquisizione ha pertanto facilitato l'espansione delle operazioni di Morrison nell'ambito dell'e-commerce,

recuperando competitività rispetto ai rivali diretti come Aldi e Lidl, che avevano già iniziato ad adottare strategie simili per catturare quote di mercato nel settore online¹⁸².

La gestione operativa di Morrison ha subito ulteriori modifiche, esse riguardano principalmente la riorganizzazione della catena di approvvigionamento. La storica integrazione verticale di Morrison, che tutt'oggi le consente di produrre direttamente una parte significativa dei prodotti venduti nei propri punti vendita, ha rappresentato un vantaggio competitivo che CD&R ha deciso di mantenere e rafforzare. Questa strategia ha permesso a Morrison di esercitare un maggiore controllo sui costi e sulla qualità dei prodotti commercializzati. Questi costituiscono aspetti fondamentali per poter mantenere intatta la fiducia dei consumatori in un mercato fortemente competitivo. La capacità di controllare direttamente le diverse fasi di produzione e distribuzione ha inoltre offerto a Morrison un certo grado di resilienza a fronte alle molteplici interruzioni della catena di fornitura globale che hanno caratterizzato il periodo post-pandemico, un vantaggio che si è poi rivelato di fondamentale importanza per garantire continuità operativa e qualità del servizio ai clienti¹⁸³.

Oltre a questa serie di aspetti, l'acquisizione ha avuto un impatto rilevante anche sul piano dell'efficienza operativa. Come accade usualmente in questi casi, CD&R ha introdotto diverse misure con il fine di migliorare l'efficienza interna e ottimizzare l'utilizzo delle risorse aziendali. Questo ha incluso una maggiore revisione dei processi interni con focus sulla riduzione degli sprechi e delle inefficienze, in linea con l'approccio tipico dei fondi di private equity, che tendono, in questo modo, a massimizzare la redditività delle aziende acquisite con l'utilizzo di piani di questo tipo studiati ed implementati dai loro Senior Advisor. Nel caso di Morrison tali cambiamenti sono stati particolarmente visibili nel 2022, con l'introduzione di nuovi strumenti gestionali e di monitoraggio delle performance, finalizzati a garantire che tutte le operazioni di Morrison fossero sufficientemente monitorate e allineate agli obiettivi strategici del nuovo assetto proprietario.

Il cambio di filosofia si nota anche semplicemente scorrendo le pagine dei report finanziari, dal 2022 il report è più focalizzato sui numeri della gestione e sugli indicatori economico-finanziari; lo stesso risulta poi essere più austero nelle illustrazioni, nel riporto delle esperienze di dipendenti

¹⁸² Wm Morrison PLC. (2020). Annual report and financial statements 2020. Wm Morrison PLC.

¹⁸³ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

ed elementi simili, sottolineando anche qui il cambio di passo impresso dal go-private. Tuttavia, le misure precedentemente elencate hanno anche comportato alcune criticità, in quanto la pressione per raggiungere risultati nell'immediato post-acquisizione ha talvolta messo in secondo piano gli investimenti a lungo termine in settori quali innovazione e sviluppo¹⁸⁴.

Un altro effetto immediato sull'operatività di Morrison è stato l'impatto sulle sue relazioni con i fornitori e le partnership strategiche, dovuto al cambiamento di Governance. L'acquisizione ha portato ad una rinegoziazione di diversi contratti, in particolari quelli effettuati con i fornitori. Ciò avviene frequentemente in questi casi, come già evidenziato nei precedenti capitoli, con l'obiettivo di ottenere condizioni più favorevoli e di rafforzare e migliorare qualitativamente le capacità di approvvigionamento dell'azienda. Questo processo ha permesso a Morrison di mantenere prezzi tendenzialmente competitivi nei propri punti vendita, un fattore essenziale in un mercato dove la pressione sui margini è costantemente elevata e la presenza di beni sostituiti ampia. Anche se recentemente le pressioni inflattive hanno portato ad aumenti di prezzi per svariati beni, in alcune aree anche in misura maggiore alla concorrenza, intaccando in tal modo questi propositi. Ad ogni modo, nel complesso, la solidità delle relazioni con i fornitori è rimasta una priorità per CD&R, che ha riconosciuto l'importanza di garantire un certo grado di continuità e stabilità nella catena di fornitura, anche a fronte di un contesto economico incerto e di potenziali instabilità nei mercati internazionali¹⁸⁵.

Infine, l'acquisizione ha avuto ripercussioni sull'immagine di Morrison agli occhi dei consumatori e degli stakeholder. L'approccio di CD&R, che ha puntato largamente sulla continuità operativa e sulla valorizzazione delle eccellenze storiche dell'azienda, ha contribuito, in certo senso, a preservare l'immagine storica di Morrison come marchio di qualità e fiducia. Tuttavia, il forte incremento del debito a seguito dell'LBO e la necessità di ridurre i costi hanno sollevato diverse preoccupazioni tra alcuni stakeholder, e non solo, circa la sostenibilità delle scelte strategiche adottate, soprattutto in relazione alla capacità dell'azienda di riuscire a mantenere standard

¹⁸⁴ Politicians warn against asset sell-off as CD&R prepares to buy Morrisons. (2021, October 4). Forbes.

¹⁸⁵ Competition and Markets Authority. (2021). Completed acquisition by Clayton, Dubilier & Rice.

elevati senza comprometterne l'integrità operativa o la soddisfazione dei clienti, aspetto, quest'ultimo, che verrà successivamente approfondito¹⁸⁶.

Spostandoci ora dalla parte operativa dell'azienda e prendendo in considerazione la struttura finanziaria della stessa, è evidente, e non potrebbe non esserlo, come l'acquisizione tramite LBO di Wm Morrison PLC da parte di Clayton, Dubilier & Rice abbia avuto un impatto immediato e profondo sulla struttura finanziaria dell'azienda, influenzando non solo la quantità di debito ma anche la qualità, nonché la percezione del rischio associato all'azienda e al suo passivo. Come già più volte evidenziato nei precedenti capitoli, un aspetto cruciale che emerge immediatamente a seguito dell'operazione è l'incremento del livello di Leverage, che non può che portare ad una significativa revisione degli indicatori finanziari legati al debito. Il rapporto tra debito netto ed EBITDA di Morrison è aumentato in modo significativo a seguito dell'LBO, riflettendo la maggiore esposizione dell'azienda al rischio finanziario, ma non solo. Infatti, la crescente leva finanziaria, come già precedentemente discusso, solleva una serie di criticità, tra cui una delle più evidenti risulta essere la riduzione della flessibilità operativa, nonché finanziaria. Questo ha esposto Morrison ad una maggiore vulnerabilità rispetto alle oscillazioni dei tassi di interesse, che negli anni successivi all'LBO si sono effettivamente verificate, e alle variazioni delle condizioni macroeconomiche, compromettendo la flessibilità finanziaria e limitando la capacità dell'azienda di reagire tempestivamente ed in modo adeguato ad eventuali shock economici o di mercato¹⁸⁷. L'effetto dell'incremento della leva finanziaria è visibile a partire dai bilanci del 2022 e del 2023, si può notare, ad esempio, un significativo aumento degli oneri finanziari e collegati. Tale considerevole crescita degli interessi passivi rispetto agli anni precedenti all'operazione, comporta l'assorbimento di una parte rilevante dei flussi di cassa operativi dell'azienda. Questo ha avuto un diretto impatto sulla liquidità di Morrison e sulla sua capacità di riuscire a generare flussi di cassa sufficienti a soddisfare le esigenze di servizio del debito, nonché a mantenere un livello di investimenti tale da mantenere la competitività nel mercato della grande distribuzione. Questa riduzione dei Free Cash Flow, un elemento cruciale per valutare la capacità di una società

¹⁸⁶ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

¹⁸⁷ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

di finanziare le proprie operazioni, espansioni e remunerare correttamente gli azionisti senza dover ricorrere all'utilizzo di ulteriori fondi esterni¹⁸⁸.

Un'altra conseguenza particolarmente rilevante dell'LBO è stata la revisione del rating creditizio attribuito a Morrison. Il downgrade del rating da parte di Fitch Ratings nel novembre 2023 ha ulteriormente rilanciato le preoccupazioni, già precedentemente manifestate, degli investitori e degli analisti riguardo alla sostenibilità del nuovo livello di debito assunto dalla società. Fitch ha declassato il rating di Morrison da BBB a B+, un cambiamento significativo, segnalando in tal modo un peggioramento della qualità creditizia e un forte aumento del rischio di default dell'azienda. Questo downgrade ha avuto implicazioni significative per l'azienda, portando ad aumento del costo del capitale e complicando l'accesso a finanziamenti futuri a condizioni favorevoli. Se già prima di ciò Morrison si finanziava a tassi di interesse che non corrispondevano al rating assegnatogli, ora questi tassi sono giustificati anche dal rating, portandoli ad un successivo aumento. Inoltre, in un mercato già caratterizzato da tassi di interesse crescenti, il downgrade ha anche portato ad una ulteriore pressione sui margini operativi, poiché i costi del debito sono destinati a pesare maggiormente sui risultati finanziari di Morrison nei prossimi anni¹⁸⁹.

L'analisi dei principali indici finanziari post-acquisizione riporta ulteriori criticità. Il rapporto tra gli interessi passivi e ricavi è aumentato, indicando una crescente porzione dei ricavi, e quindi del relativo margine su di essi, destinata al pagamento degli interessi sul debito. Questo indicatore, insieme al Debt Service Coverage Ratio (DSCR), mostrano un deterioramento della situazione finanziaria, segnalando una forte riduzione delle capacità di Morrison di riuscire a sostenere il proprio indebitamento nel medio-lungo termine senza compromettere la propria solidità finanziaria. Il peggioramento degli indicatori finanziari ha anche influenzato negativamente quella che è la percezione dell'azienda da parte degli investitori istituzionali e ha portato a una revisione al ribasso delle aspettative di crescita, per lo meno a breve termine, dell'azienda¹⁹⁰.

¹⁸⁸ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

¹⁸⁹ Fitch Ratings. (2023, November 29). Fitch Downgrades Market Holdco 3 Ltd (Morrisons) IDR to B+; Stable Outlook.

¹⁹⁰ Politicians warn against asset sell-off as CD&R prepares to buy Morrisons. (2021, October 4). Forbes.

Un altro aspetto particolarmente rilevante è l'impatto del debito sull'approccio di Morrison agli investimenti. L'operazione di LBO ha costretto l'azienda a rivedere le strategie di allocazione del capitale, concentrandosi maggiormente sulla riduzione del debito piuttosto che su nuovi investimenti strategici, anche se ciò non è scontato, come abbiamo visto precedentemente, le strategie da adottare possono essere diverse. Morrison, in questo caso, sembra aver adottato quella più ordinaria, avrebbe anche potuto spingere sugli investimenti o per lo meno mantenere un livello pari a quello pre-LBO e ripagare il debito con i margini dati dall'implementazione di questi investimenti. Ciò viene evidenziato dall'andamento del Capex che è passato dai 538 milioni del 2021 ai 509 del 2022 per poi calare ulteriormente a 408 milioni nel 2023, questo aspetto e le sue motivazioni verranno poi analizzate nel dettaglio prossimamente. Ad ogni modo, questo calo degli investimenti ha rallentato anche alcune iniziative di espansione in settori come l'e-commerce e l'innovazione tecnologica che nel post-LBO erano stati notevoli, in quanto richiedono ingenti capitali. Inoltre, il focus sulla riduzione del debito limita, anche se come vedremo non elimina, la capacità di Morrison di poter partecipare a nuove acquisizioni o di investire in modo importante nella ristrutturazione, modernizzazione ed ampliamento dei propri punti vendita¹⁹¹. In sintesi, dal punto di vista puramente finanziario l'acquisizione di Wm Morrison PLC da parte di CD&R ha profondamente trasformato la struttura aziendale, incrementandone significativamente il livello di debito e portando ad un peggioramento degli indicatori finanziari. Il conseguente downgrade del rating creditizio e l'aumento dei costi del debito, ad esempio, i Finance Cost before exceptionals passano da 67 milioni nel 2022 a 77 milioni nel 2023, rappresentano sfide critiche che Morrison dovrà affrontare al fine di garantirsi una sostenibilità finanziaria e operativa nel lungo periodo. Questi sviluppi evidenziano le motivazioni che hanno spinto l'azienda ad adottare una strategia finanziaria che bilanci la riduzione del debito con la necessità di mantenere un determinato grado di investimenti in aree strategiche al fine di preservare la propria competitività nel mercato della grande distribuzione.

¹⁹¹ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

4.3.2 Ristrutturazione aziendale e sinergie operative

Il perfezionamento dell'LBO di Wm Morrison Supermarkets PLC da parte di Clayton Dubilier & Rice ha dato il via ad una profonda ristrutturazione aziendale che ha coinvolto molteplici aspetti strategici e operativi dell'azienda. Un elemento di particolare rilevanza in questa ristrutturazione è stata l'acquisizione di McColl's Retail Group, una grande catena di minimarket e daily market che possiede una rete di oltre 1.200 punti vendita in tutto il Regno Unito. McColl's, fondata nel 1973, si è, con il tempo, specializzata nella vendita al dettaglio di generi alimentari e quotidiani, offrendo un servizio di prossimità in molte comunità locali inglesi. Questa operazione si inserisce in una strategia più ampia volta al rafforzamento della presenza di Morrison nel settore dei minimarket, mediante Morrison Daily, un segmento in forte crescita nel panorama della grande distribuzione alimentare britannica, e allo sfruttamento delle sinergie operative derivanti dall'integrazione dei due network logistici e distributivi¹⁹².

Le motivazioni che hanno spinto Morrison all'acquisizione di McColl's sono molteplici e si collegano direttamente agli obiettivi strategici delineati da CD&R nel contesto della ristrutturazione post-LBO. Innanzitutto, McColl's rappresenta una piattaforma ideale per espandere la presenza di Morrison nel mercato dei minimarket, data la crescente rilevanza assunta da questo segmento di business soprattutto durante la pandemia di COVID-19, quando i consumatori hanno iniziato a privilegiare negozi familiari e più vicini alle loro abitazioni. L'acquisizione di McColl's ha, quindi, permesso a Morrison il rapido accesso ad una vasta rete di punti vendita già consolidati, riducendo, in tal modo, il tempo e i costi che sarebbero stati necessari per costruire una rete simile da zero¹⁹³.

Inoltre, McColl's aveva già in passato stabilito una partnership strategica con Morrison, in base alla quale i minimarket McColl's avrebbero venduto prodotti a marchio Morrison, facilitando, in tal modo, l'integrazione post-acquisizione. Questa partnership preesistente ha notevolmente ridotto le complessità legate alla fusione delle due aziende, permettendo così a Morrison di rafforzare immediatamente la propria presenza nella distribuzione al dettaglio su piccola scala, aumentando al contempo la visibilità del proprio marchio. La sinergia che si è venuta a creare tra

¹⁹² McColl's Retail Group. (2022). Annual Report and Financial Statements for the year ended 27 November 2022.

¹⁹³ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

le due catene è stata immediatamente evidente non solo a livello operativo, con la possibilità di ottimizzare maggiormente la catena di fornitura e di distribuzione, ma anche dal punto di vista commerciale, grazie alla maggior penetrazione del mercato che l'acquisizione ha consentito.

Dal punto di vista strategico, l'operazione che ha coinvolto McColl's è stata probabilmente anche una risposta alla crescente competizione presente nel settore della distribuzione alimentare nel Regno Unito, caratterizzato dalla costante pressione competitiva esercitata da discount come Aldi e Lidl. Morrison, per tali motivi, ha riconosciuto la necessità di dover diversificare i propri canali di vendita al fine di mantenere competitività e redditività nel lungo periodo. McColl's, con la sua rete ampia e capillare di punti vendita di piccole dimensioni, ha offerto a Morrison la possibilità di raggiungere una clientela più ampia e di entrare in modo maggiormente incisivo nei segmenti di mercato meno serviti dalle grandi catene di supermercati e dai discount.

I principali obiettivi di questa operazione di acquisizione includono l'espansione della base clienti di Morrison mediante una presenza e maggiore capillarità territoriale, l'incremento delle vendite di prodotti a marchio Morrison grazie alla distribuzione nei minimarket McColl's, e il rafforzamento delle sinergie operative derivanti dalla combinazione delle rispettive infrastrutture logistiche. In particolare, la già citata, integrazione delle catene di approvvigionamento e distribuzione ha permesso a Morrison una maggiore ottimizzazione dei costi e un miglioramento l'efficienza operativa. Inoltre, l'operazione di acquisizione ha permesso a Morrison l'ottenimento di una maggiore resilienza operativa, che risulta essere essenziale nel fronteggiare le sfide poste da un contesto economico post-pandemico caratterizzato da importanti e frequenti interruzioni della catena di fornitura e da una crescente volatilità dei costi delle materie prime. Bisogna, inoltre, considerare che le risorse per l'acquisto di Mc Coll's Retain group sono state messe a disposizione direttamente da CD&R ed ammontano a 190 milioni di sterline¹⁹⁴. Da ciò emerge come l'acquisto non abbia incrementato direttamente il debito di Morrison. Tuttavia, va precisato che Morrison ha assunto il debito preesistente di McColl's, che aumentava a 170 milioni di sterline. Questo comporta che il debito complessivo di Morrison sia aumentato conseguentemente all'operazione. È doveroso, inoltre, evidenziare come tale operazione abbia comportato ulteriori spese nel periodo successivo, in particolare Morrison ha speso 7 milioni di sterline per onorari a professionisti legati alla finalizzazione dell'operazione, 3 milioni per costi

¹⁹⁴ Topham, G. (2022, May 9). Morrisons beats Asda owners to rescue McColl's from administration. The Guardian.

post-acquisizione legati alla proprietà (ristrutturazione o l'integrazione di sistemi e operazioni) e 81 milioni per la svalutazione di saldi di partite commerciali a causa dell'entrata in amministrazione controllata ex ante¹⁹⁵.

Nel quadro della ristrutturazione post-LBO di Wm Morrison PLC l'integrazione della rete di benzinai Motor Fuel Group rappresenta un ulteriore tassello della strategia promossa da CD&R di ottimizzazione complessiva delle risorse aziendali e di creazione di sinergie operative. L'avvenuta integrazione tra le stazioni di servizio di Morrisons e MFG, entrambe controllate dal fondo di investimento Clayton, Dubilier & Rice, ha coinvolto anche la successiva vendita il 30 aprile 2024 da parte di Morrison di 337 stazioni di servizio a MFG, insieme ad oltre 400 siti associati, per un valore complessivo di circa 2,5 miliardi di sterline. Parte del pagamento sarà in azioni, infatti, Morrisons otterrà una quota del 20% in MFG e continuerà a fornire generi alimentari nei punti vendita situati presso queste stazioni di servizio. Questo processo ha portato ad una forte collaborazione strategica tra le due aziende al fine di poter sfruttare al meglio le sinergie esistenti, soprattutto nel settore della vendita al dettaglio di carburante e dei servizi accessori. In questo contesto, "integrazione" si riferisce alla combinazione delle operazioni di Morrisons e MFG per ottimizzare i servizi. Dopo l'acquisizione MFG installerà infrastrutture di ricarica elettrica ultraveloce nelle stazioni acquisite, con l'obiettivo di espandere notevolmente la rete di ricarica per veicoli elettrici nel Regno Unito.

Prima di questa integrazione, le due aziende non avevano una partnership diretta nel settore delle stazioni di servizio, anche se MFG già operava nel mercato dei carburanti collaborando con varie catene di supermercati e distributori di carburante. Tuttavia, CD&R, che controlla entrambe le aziende, ha creato un forte collegamento tra le due realtà, anche se l'effettiva integrazione delle stazioni di servizio è avvenuta solo successivamente.

Questo tipo di integrazione ha permesso a Morrison lo sfruttamento dell'esperienza e della presenza consolidata del Motor Fuel Group, per migliorare l'efficienza operativa e incrementare la redditività di una parte rilevante del suo business¹⁹⁶.

Uno dei principali obiettivi dell'operazione tra Morrison e MFG è quello di ottimizzare quanto più la gestione delle stazioni di servizio Morrison, sfruttando a tal proposito le economie di scala e le competenze fornite da MFG nella distribuzione e vendita di carburante. La sinergia instaurata tra

¹⁹⁵ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

¹⁹⁶ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

le due aziende ha consentito una importante revisione dei contratti di fornitura di carburante, rendendoli maggiormente competitivi e portando ad un conseguente miglioramento dei margini operativi. Inoltre, è stata condotta una corposa riorganizzazione delle operazioni delle stazioni di servizio, che ha comportato un notevole miglioramento della logistica e una riduzione dei costi importante. Gli elementi a cui stiamo facendo riferimento non possono essere corroborati da dati di bilancio diretti, in quanto, l'operazione definitiva essendo avvenuta nell'aprile 2024 non può aver avuto effetti sul bilancio 2023 che è l'ultimo di cui disponiamo. Ad ogni modo, i benefici di tale operazione saranno visibili nei prossimi report finanziari e riguarderanno Morrison direttamente, nonostante l'alienazione delle stazioni di servizio, in quanto, l'azienda ha ottenuto una quota del 20% in MFG ed avrà quindi accesso ai benefici finanziari della sua crescita. Inoltre, Morrison continua a detenere accordi commerciali di fornitura dei propri prodotti nelle stazioni di servizio che continueranno a detenere in marchio Morrison, questo comporta che i consumatori continueranno a riconoscere il valore offerto dalla catena rafforzando il posizionamento ed il marchio di Morrison. Si evidenzia anche come una parte dell'accordo preveda il pagamento in contanti delle stazioni da parte di MFG, questo porta un'importante iniezione di capitale in Morrison che potrà essere usata per lo sviluppo del proprio core business. Questi si configurano come elementi essenziali al fine di riuscire a mantenere una adeguata competitività in un mercato caratterizzato da margini ristretti e alta concorrenza.

Ad ogni modo, questo tipo di operazioni, quali l'espansione e l'ottimizzazione della rete di benzinai, non sono state esenti da sfide. Infatti, con focus nel settore delle stazioni di rifornimento, l'acquisizione di Morrison da parte di CD&R ha sollevato molteplici preoccupazioni da parte della Competition and Markets Authority del Regno Unito riguardo ad una possibile riduzione della concorrenza nel mercato della distribuzione di carburante. Di conseguenza, per rispondere alle preoccupazioni della CMA, CD&R è stata obbligata a cedere parte delle stazioni di servizio in suo possesso, al fine di evitare il formarsi di una posizione dominante che avrebbe potuto influenzare in modo negativo il mercato¹⁹⁷. Questo processo di disinvestimento è stato attentamente gestito e pianificato al fine di riuscire a minimizzare l'impatto dello stesso sulla redditività complessiva dell'azienda e garantendo, al contempo, il pieno rispetto delle normative antitrust imposte dalla CMA.

¹⁹⁷ CMA. (2022, March 24). Completed acquisition by CD&R of Wm Morrison Supermarkets.

Un altro aspetto da tenere in considerazione nell'analizzare le strategie e le operazioni effettuate post-LBO nell'ambito della ristrutturazione aziendale è l'impegno profuso da CD&R nei confronti degli asset presenti a bilancio di Wm Morrison PLC. Questo impegno è stato un elemento fondamentale della strategia post-LBO, volto principalmente a rassicurare gli stakeholder sull'integrità e la continuità operativa dell'azienda. Fin dall'inizio delle operazioni propedeutiche all'acquisizione, CD&R ha chiaramente espresso la volontà di preservare il patrimonio degli asset strategici di Morrison, tra cui le importanti strutture di produzione integrate verticalmente, i negozi al dettaglio Morrison daily, le stazioni di servizio e la sede centrale a Bradford. Questa posizione è stata particolarmente importante in un contesto in cui l'acquisizione ha sollevato notevoli preoccupazioni da parte di diversi soggetti circa la possibilità di disinvestimenti o svendite di asset per ripagare il debito assunto a seguito dell'operazione di LBO. Questo tipo di preoccupazioni relative alla potenziale dismissione di asset cruciali non erano del tutto infondate, alla luce soprattutto della prassi comunemente utilizzata nel private equity, e di cui si è trattato nei precedenti capitoli, di dover monetizzare i beni patrimoniali delle aziende acquisite per migliorare le disponibilità liquide e contestualmente ridurre l'indebitamento. Ad ogni modo, CD&R sembra aver adottato, forse forzatamente, un approccio totalmente differente, impegnandosi pubblicamente a non cedere gli asset immobiliari strategici di Morrison, ma piuttosto a utilizzarli come leva per sostenere e far crescere l'azienda nel lungo termine, evitando di snaturarla. Questo impegno ha avuto un effetto stabilizzante, soprattutto nei confronti del forte incremento del passivo, mantenendo alta la fiducia sia all'interno dell'azienda che tra gli investitori e i partner commerciali storici e consolidati¹⁹⁸.

Dal punto di vista puramente operativo, la decisione di mantenere e valorizzare gli asset aziendali è stata altrettanto importante per Morrison. Infatti, tra gli asset aziendali di maggior pregio troviamo le, già citate, strutture di produzione integrate verticalmente, che permettono a Morrison un grande controllo della propria catena di approvvigionamento, rappresentando un vantaggio competitivo significativo nel settore della distribuzione alimentare. Preservare questo modello, nonostante le molteplici difficoltà post-Covid19, ha consentito all'azienda di mantenere un maggiore controllo sui costi di produzione, garantendo al contempo una stabile qualità dei prodotti e potendo rispondere rapidamente alle esigenze del mercato mediante l'offerta di un

¹⁹⁸ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

servizio differenziato rispetto ai concorrenti. Questa strategia si è rivelata particolarmente importante in un periodo di crescente pressione sui margini operativi dovuta principalmente alla volatilità dei costi delle materie prime e alle interruzioni della catena di fornitura.

CD&R, oltre a non aver alienato gli asset immobiliari e le strutture operative, ha anche dimostrato un profuso impegno nel mantenimento del personale e delle competenze chiave all'interno dell'azienda. Questo impegno ha incluso il rafforzamento di una serie di programmi di sviluppo del personale e la protezione dei piani pensionistici, elementi fondamentali nel mantenimento di buoni rapporti con i rappresentanti del personale e i sindacati di settore. Questi elementi che hanno contribuito in modo significativo a mantenere alto il morale e la produttività dei dipendenti, favorendo l'integrazione della nuova proprietà all'interno del personale. Inoltre, a differenza di ciò che spesso avviene in questi casi, CD&R ha evitato tagli drastici o ristrutturazioni che avrebbero potuto compromettere la stabilità operativa, a conferma ancora una volta di preferire un approccio di continuità e rafforzamento delle capacità interne di Morrison¹⁹⁹. Inoltre, l'impegno di CD&R a mantenere la sede centrale di Morrison a Bradford ha avuto un valore sia simbolico che pratico, e può essere visto proprio nel senso di favorire uno sviluppo conservativo. Simbolico, perché ciò conferma la volontà di CD&R di mantenere quanto più radicata l'azienda nella sua tradizione e nella sua comunità di origine, e pratico, in quanto ciò ha garantito un certo grado di continuità operativa facilitando una gestione efficace durante la fase di transizione post-LBO. Ancora una volta, questo elemento si è rivelato di fondamentale importanza al fine di evitare discontinuità varie e per preservare le relazioni consolidate con i fornitori locali e le istituzioni del territorio, che sono aspetti particolarmente importanti nel settore della vendita al dettaglio alimentare.

In sintesi, l'impegno di CD&R nei confronti degli asset aziendali ed in generale dell'attivo di Morrison ha rappresentato uno dei pilastri della strategia di ristrutturazione post-LBO adottata dal fondo, permettendo in tal modo all'azienda di mantenere una propria solidità e identità, continuando a competere efficacemente nel mercato britannico della distribuzione alimentare. Questo approccio, che ha in un certo senso bilanciato quella che è la necessità di miglioramento della redditività con quella di preservare l'integrità dell'azienda.

¹⁹⁹ Forbes. (2021, October 4). Politicians warn against asset sell-off as CD&R prepares to buy Morrisons.

4.4 Risultati a lungo termine e valutazione critica

Il capitolo si conclude con un'analisi dei risultati conseguiti da Morrison negli anni successivi all'operazione di LBO e ad una valutazione critica delle performance dell'azienda post-LBO. Un focus particolare è posto sulle performance economico-finanziarie dell'azienda, che hanno subito ingenti fluttuazioni tra il 2021 e il 2023. Sebbene l'azienda abbia inizialmente registrato un incremento dei ricavi e delle vendite in larga parte dovuti alla forte ripresa post-pandemica, alle sinergie e nonché alle quote di mercato assunte dall'acquisizione di McColl's, nel 2022 e nel 2023 si sono poi verificate una serie di sfide. L'inflazione in crescita, l'aumento dei costi energetici e le crescenti difficoltà nella catena di approvvigionamento hanno progressivamente eroso i margini operativi, portando ad una diminuzione dei ricavi e dei profitti.

4.4.1 Performance economico-finanziaria post-acquisizione

È difficile pensare come l'LBO di Wm Morrison PLC da parte del fondo di private equity Clayton Dubilier & Rice non abbia avuto importanti impatti economico finanziari nell'azienda, ciò è evidente soprattutto negli anni successivi al completamento dell'operazione di LBO nel 2021. In un contesto di questo tipo, diviene essenziale esaminare quelli che sono i principali indicatori di performance economico-finanziari come il totale dei ricavi del gruppo, le vendite like-for-like (LFL), le vendite in-store e online, i costi operativi, il capitale circolante, l'Ebitda e gli investimenti in capitale umano. Questo tipo di elementi può fornire quella che è una visione quanto più dettagliata possibile delle performance post-acquisizione e delle sfide affrontate dall'azienda nel periodo 2021-2023 di cui disponiamo i dati contabili.

Il confronto tra i ricavi totali del gruppo e le vendite like-for-like (LFL) di Wm Morrison PLC nel periodo 2021-2023 fornisce una panoramica dettagliata dell'evoluzione delle dinamiche economiche dell'azienda avvenuta dopo l'acquisizione da parte del fondo di private equity CD&R. Le vendite like-for-like (LFL) sono un indicatore di performance che misura quella che è la variazione delle vendite di un'azienda escludendo, al contempo, gli effetti di aperture, chiusure o acquisizioni di nuovi negozi effettuate durante il periodo di riferimento. L'analisi si concentra su indicatori economico-finanziari che hanno mostrato importanti fluttuazioni nei tre anni successivi all'LBO, riflettendo le innumerevoli sfide del mercato e trasformazioni aziendali in corso.

Nel 2021, il total group revenue di Morrison registra un incremento rispetto all'anno precedente, attestandosi a £17.983 milioni, come evidenziato in figura 1. Ciò è da attribuire principalmente alla crescita delle vendite nei negozi e online, nonché alla graduale ripresa delle vendite di carburante post-pandemica. La seconda metà del 2021 è stato il primo periodo post-LBO, e i cambiamenti organizzativi introdotti da CD&R sembra abbiano iniziato a produrre effetti positivi sui ricavi del gruppo come evidenzia la Figura 1. Tuttavia, nonostante l'iniziale crescita, i ricavi totali di gruppo sono stati oggetto di pressioni durante il 2022, quando un susseguirsi di sfide operative e difficoltà macroeconomiche, in particolare una crescente inflazione e l'aumento progressivo dei costi di distribuzione, legato alla crisi in Ucraina e che ha portato ad un'inflazione legata ai trasporti a 15,2% nel giugno 2022²⁰⁰, hanno rallentato la crescita nel complesso. Nel 2023, il fatturato totale ha subito un rallentamento ulteriore, in gran parte dovuto alla contrazione della domanda interna britannica e alla riduzione della capacità di acquisto dei consumatori, nonché dalla progressiva perdita di quote di mercato nei confronti dei discount. Questa tendenza e questi fenomeni riflettono quello che è l'impatto dell'inflazione sui prezzi dei beni alimentari ed una crescente concorrenza nel settore retail, che ha progressivamente ridotto il potere di attrazione dei consumatori²⁰¹.

Le vendite di gruppo like-for-like excluding fuel, evidenziate in Figura 1, mostrano un andamento meno dinamico rispetto ai ricavi totali di gruppo. Già nel giugno 2021, Morrison ha beneficiato di una ripresa delle vendite nei negozi fisici, legata all'allentamento delle restrizioni dovute alla pandemia e stimato nel +4,2% rispetto al mese precedente e del +9,5% rispetto ai livelli pre-pandemia di febbraio 2020²⁰², conseguente aumento delle vendite like-for-like escluse del carburante, che ha leggermente superato quelle che erano le aspettative aziendali. Questa tendenza è stata probabilmente sostenuta da una forte domanda da parte dei consumatori in un contesto di ripresa economica post-pandemica che si è verificato in diversi stati anche dell'Eurozona. Nel 2022, tuttavia, le vendite like-for-like sono tornate a rallentare principalmente a causa delle difficoltà verificatesi all'interno della catena di approvvigionamento e a causa della saturazione del mercato alimentare, oltre che dalla sempre più serrata competizione con gli altri player del settore. Il 2023 ha visto un calo più marcato di questo tipo di vendite, in particolare a

²⁰⁰ Office for National Statistics. (2023, June 30). Cost of living insights: Transport.

²⁰¹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²⁰² Office for National Statistics. (2021, July 23). Retail sales, Great Britain: June 2021.

causa del già citato incremento dei prezzi, che ha progressivamente ridotto le capacità di spesa dei consumatori e ha portato a una diminuzione dei volumi di vendita, in particolare nei punti vendita fisici²⁰³.

Per quanto concerne le vendite totali excluding fuel, il trend ha seguito una dinamica simile alle vendite di gruppo like-for-like excluding fuel. Nel 2021, le vendite totali, escludendo il carburante, sono leggermente incrementate rispetto al periodo pre-LBO, in particolare con una ripresa nei supermercati fisici e online. Tuttavia, anche in questo caso, il 2022 vede una stabilizzazione delle vendite, da attribuire probabilmente alle difficoltà operative, inclusa l'integrazione dei negozi McColl's, acquisiti da Morrison, che hanno comportato ulteriori costi operativi e sfide nella gestione logistica. Nel 2023, le vendite totali escluse quelle di carburante hanno, invece, subito una flessione, evidenziando una significativa diminuzione della domanda nei supermercati fisici e un rallentamento della crescita nel segmento online²⁰⁴.

È utile, inoltre, analizzare come le vendite in-store e online hanno avuto un andamento divergente durante il periodo 2021-2023, dovuto da motivazioni differenti. In particolare, le vendite nei negozi fisici hanno registrato una crescita nel 2021, sostenuta dal ritorno dei clienti nei negozi dopo la pandemia (un fattore quasi spinto dall'emozione) e dalle sinergie operative derivanti dall'integrazione dei negozi al dettaglio di McColl's. Tuttavia, le difficoltà manifestatesi nel settore logistico e il corposo aumento dei costi di gestione hanno rallentato le performance nel 2022, con una contrazione ancor più evidente verificatasi nel 2023. Al contrario, le vendite online, che avevano mostrato un forte incremento nel 2021 grazie alla partnership con Amazon e Ocado, hanno visto un rallentamento nel 2022 e 2023, con l'ingresso di nuovi competitor sul mercato online che ha aumentato la pressione sui margini di Morrison. Le altre vendite (other sales), comprendono altre attività commerciali come i servizi e la vendita di prodotti non alimentari, hanno avuto un ruolo piuttosto limitato nella crescita complessiva dell'azienda. Tuttavia, nel 2021, queste vendite hanno subito un incremento probabilmente dovuto all'espansione delle attività accessorie, incluse le operazioni di vendita mediante le stazioni di servizio. Nel 2022 e 2023 si è assistito ad una riduzione marginale di queste vendite, dovuta soprattutto alla ridotta domanda

²⁰³ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

²⁰⁴ The Guardian. (2023). *Is private equity tearing the soul out of Morrisons supermarket?*

di prodotti non alimentari e alle difficoltà nell'espansione di alcune attività secondarie, quali il settore della ristorazione e delle concessioni all'interno dei punti vendita.

Le fuel sales, infine, hanno rappresentato una componente cruciale del modello di business di Morrison, specialmente ex post integrazione con le stazioni di servizio di MFG. Nel 2021, le vendite di carburante sono aumentate in modo significativo, ciò è dovuto in larga parte alla ripresa della domanda dopo il brusco calo causato dalla pandemia. Come viene evidenziato in figura 1, il 2022 ha visto una progressiva stabilizzazione delle vendite di carburante, sebbene il margine operativo sia stato notevolmente intaccato dall'aumento dei costi di approvvigionamento del carburante causato dalle dinamiche geopolitiche globali difficili. Nel 2023, le vendite di carburante sono invece diminuite, riflettendo quella che è una riduzione della domanda di combustibili a fronte del forte aumento dei prezzi del carburante, ma l'integrazione con MFG ha comunque consentito a Morrison il mantenimento di una rilevante quota di mercato nel settore²⁰⁵.

Complessivamente, l'andamento dei ricavi e delle vendite di Morrison nel periodo post-acquisizione evidenzia quello che è un quadro di difficile interpretazione, caratterizzato da una crescita iniziale seguita poi da sfide significative, lo evidenziano in primis i dati sui ricavi che, dopo un'accelerazione dai 17.983 miliardi di sterline del 2021, arrivano a 18.489 miliardi nel 2022 per poi scendere nel 2023 a 18.385. Le sinergie derivanti dall'acquisizione di McColl's e l'operazione di integrazione con MFG hanno avuto un impatto particolarmente positivo su alcune aree, ma tali risultati positivi non sono stati sufficienti a compensare pienamente le difficoltà operative e macroeconomiche che hanno influenzato negativamente le performance soprattutto nel 2023.

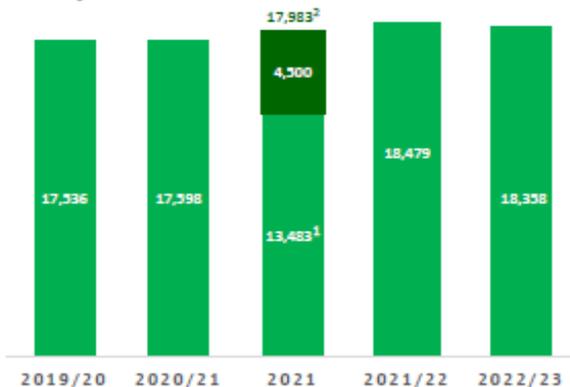
²⁰⁵ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

Revenue

	2022/23 £m	2021/22 £m
Sale of goods in-store and online	14,361	13,752
Other sales	524	737
Total sales excluding fuel	14,885	14,489
Fuel	3,473	3,990
Total revenue	18,358	18,479

TOTAL GROUP REVENUE

£18,358m

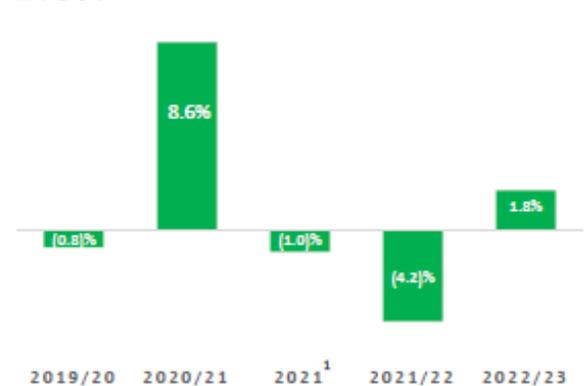


¹ 39 weeks ended 31 October 2021, as reported

² 39 weeks ended 31 October 2021 prorated to 12 months for LFL

GROUP LIKE-FOR-LIKE ('LFL') SALES (EXC. FUEL)²

1.8%



¹ 39 weeks ended 31 October 2021, as reported

² Alternative performance measures are defined in the glossary

Figura 1 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC..

Procedendo ora con un'analisi dell'andamento post-LBO dei costi operativi e del capitale circolante di Wm Morrison PLC è immediatamente evidente come vi sia la presenza di significative variazioni intercorse negli anni 2021, 2022 e 2023. Questi cambiamenti possono in parte essere attribuibili alle sfide operative, all'integrazione delle nuove acquisizioni come McColl's, e alle sinergie derivanti dall'operazione di integrazione con Motor Fuel Group (MFG). Per comprendere appieno quello che è l'effettivo impatto del Leverage e delle difficili condizioni di mercato sui costi operativi e sul capitale circolante di Morrison, è essenziale l'analisi dei singoli componenti, tra cui il net working capital, il working capital, i movimenti delle scorte, dei debiti, dei crediti, delle variazioni nelle provisioni, il cost of sales e i finance costs.

Analizzando annualmente emerge come nel 2021, nel periodo sia precedente che immediatamente successivo all'acquisizione, Morrison abbia affrontato un significativo aumento dei costi operativi che sono passati da 16.907 milioni di sterline nel 2020, cifra già fortemente in crescita a causa dell'impatto della pandemia e dei costi legati alla gestione del personale,

sanificazione e sicurezza, a 17.210 milioni del 2021²⁰⁶. Questo incremento è stato in parte causato dalle crescenti, e già citate, difficoltà presenti all'interno della catena di approvvigionamento, questo viene evidenziato da una voce specifica a bilancio: Supply chain disruption cost. Questa voce viene inserita a parte rispetto agli altri costi operativi, per evidenziare l'incidenza effettiva di questi costi, che nel 2021 pesano 30 milioni di sterline, come evidenzia Figura 2. Inoltre, queste difficoltà vengono acuite ulteriormente dal protrarsi della pandemia di COVID-19, che ha influenzato negativamente la gestione delle scorte e la capacità aziendale di mantenere un flusso di beni sufficientemente adeguato e costante nei punti vendita.

Year	Revenue (£m)	Cost of Sales (£m)	% (Cost of Sales (£m)/ Revenue (£m))
2020	17.536	16.907	96,41
2021	17.598	17.210	97,80
2022	18.479	18.083	97,86
2023	18.358	17.883	97,41

Tabella 1 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023,2022,2021,2020). Annual report and financial statements 2023,2022,2021,2020. Wm Morrison PLC.

Il cost of sales, come evidenziato in Tabella 1, ha subito un aumento progressivo lungo i 3 anni analizzati, spinto dall'aumento dei prezzi delle materie prime ma anche in parte dai costi aggiuntivi legati alle operazioni logistiche. Ciò viene evidenziato dal rapporto Cost of Sales / Revenue che nel 2021 si è attestato a 97,80%, in aumento rispetto al 96,4% del 2020, questo evidenzia come l'aumento dei cost of sales è stato in parte trainato dall'aumento dei ricavi ma anche dagli altri fattori precedentemente elencati. Inoltre, in figura 2, si nota come il cost of sales before supply chain disruption sia stato più basso rispetto al cost of sales totale. Ciò evidenzia l'importanza e la grandezza dell'impatto delle interruzioni nella catena di approvvigionamento, che, per quanto possa sembrare insignificante rispetto ai numeri di Morrison, può in realtà avere un certo peso nel Profit/(loss) for the period, evidenziato in figura 2, soprattutto se si tratta di un business caratterizzato da margini esigui quale la grande distribuzione alimentare. Le sinergie previste con l'integrazione di MFG nel periodo post-LBO possono aver parzialmente mitigato questi aumenti, specialmente nel settore delle vendite di carburante, ma non sono state

²⁰⁶ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

sufficienti a compensare l'intero incremento dei costi operativi, principalmente per la esiguità del periodo post-LBO del 2021²⁰⁷.

Consolidated income statement

52 weeks ended 30 October 2022

	Note	52 weeks ended 30 October 2022			39 weeks ended 31 October 2021		
		Before exceptionals ¹ £m	Exceptionals (note 1.4) £m	Total £m	Before exceptionals ¹ £m	Exceptionals (note 1.4) £m	Total £m
Revenue	1.2	18,479	-	18,479	13,483	-	13,483
Cost of sales		(18,070)	(13)	(18,083)	(13,146)	(16)	(13,162)
<i>Costs of sales before supply chain disruption</i>		(18,026)	(13)	(18,039)	(13,116)	(16)	(13,132)
<i>Supply chain disruption²</i>		(44)	-	(44)	(30)	-	(30)
Gross profit		409	(13)	396	337	(16)	321
Other operating income		123	-	123	77	-	77
Profit/(loss) on disposal and closure		-	10	10	-	(28)	(28)
Administrative expenses		(281)	(225)	(506)	(203)	(218)	(421)
Operating profit/(loss)	1.5	251	(228)	23	211	(262)	(51)
<i>Operating profit/(loss) before supply chain disruption¹</i>		295	(228)	67	241	(262)	(21)
<i>Supply chain disruption²</i>		(44)	-	(44)	(30)	-	(30)
Finance costs	6.2	(67)	(21)	(88)	(83)	-	(83)
Finance income	6.2	3	30	33	5	8	13
Share of loss of joint venture (net of taxation)	4.2	(1)	-	(1)	-	-	-
Profit/(loss) before taxation		186	(219)	(33)	133	(254)	(121)
Taxation	2.2	(33)	41	8	(39)	(87)	(126)
Profit/(loss) for the period		153	(178)	(25)	94	(341)	(247)

Figura 2 Retrived from Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC

Il working capital e il net working capital hanno necessitato di una gestione complessa durante il periodo post-acquisizione. Nel 2021, il capitale circolante netto ha subito una significativa pressione causata dall'aumento delle scorte (movement in inventory), che sono stati direttamente e pesantemente influenzate dalle interruzioni nella catena di approvvigionamento e dalla necessità di dover mantenere elevati livelli di inventario al fine di evitare rotture di stock. Infatti, l'inventories è aumentato del 23,33% tra il 2020 e il 2021 (da £660 milioni a £814 milioni²⁰⁸), mentre i ricavi sono aumentati solo dello 0,35% (da £17,5 miliardi a £17,6 miliardi²⁰⁹),

²⁰⁷ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²⁰⁸ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

²⁰⁹ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

questo evidenzia come l'accumulo di scorte, con conseguente rallentamento della rotazione di magazzino, non sia stato causato dall'incremento dei ricavi bensì dai fattori sopracitati.

Working capital

Net working capital was an inflow of £124m in the period (2021/22: £185m inflow) driven by a favourable movement on provisions and inventories, partially offset by an adverse movement on creditors.

	Note	2022/23 £m	2021/22 £m
Movement in inventory	5.6	72	(88)
Movement in debtors	5.6	(12)	1
Movement in creditors	5.6	44	284
Movement in provisions	5.6	20	(12)
Working capital		124	185

Figura 3 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Il 2022 ha visto un ulteriore incremento dei costi operativi spinti dall'aumento di una voce principale quale il costo del personale che è passata da £1.502 milioni del 2021 a £2.202 milioni del 2022²¹⁰, con un cost of sales ancora in crescita e che ammonta a £18.083 milioni, come evidenziato in figura 2. L'acquisizione di McColl's, considerando che le risorse per l'acquisto sono state messe a disposizione direttamente da CD&R ed ammontano a 190 milioni di sterline²¹¹ e che però Morrison abbia poi dovuto accollarsi £170 milioni di debito di MCColl's ha, infatti, introdotto ulteriori elementi di complessità. McColl's ha aggiunto £463 milioni di vendite al dettaglio aumentando i ricavi complessivi di Morrison, nonché £72 milioni di asset legati principalmente agli immobili dei negozi daily market, al contempo però ha anche registrato una perdita ante imposte di £39 milioni²¹². L'operazione ha comportato anche £92 milioni di costi eccezionali principalmente legati a consulenze professionali e svalutazione di crediti commerciali richiedendo, inoltre, un'integrazione significativa dei sistemi logistici e di distribuzione, che molto probabilmente ha portato con sé un aumento dei costi di gestione e a una temporanea inefficienza operativa. Le sinergie attese dall'operazione di integrazione con McColl's Group non si sono materializzate nell'immediato, poiché l'azienda ha dovuto affrontare molteplici difficoltà nel consolidamento delle operazioni verso nuovi punti vendita acquisiti. Nonostante ciò, le fuel

²¹⁰ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

²¹¹ Topham, G. (2022, May 9). Morrisons beats Asda owners to rescue McColl's from administration. The Guardian.

²¹² Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

sales realizzate attraverso le stazioni di servizio hanno continuato a rappresentare un punto di forza, come precedentemente analizzato, contribuendo al mantenimento di un certo grado di stabilità nell'andamento dei ricavi, ma al contempo spingendo al rialzo i costi operativi relativi alla gestione e distribuzione del carburante²¹³.

Nel 2023, la situazione macroeconomica in rapido peggioramento ha esercitato una pressione ancora elevata sui costi operativi e sul working capital di Morrison. La crescente inflazione e il conseguente aumento dei tassi di interesse effettuato al fine di rallentarla hanno portato a un incremento dei finance costs before exceptionals che, come evidenziato in figura 4, sono aumentati da £67milioni del 2022 a £77 milioni 2023 erodendo ulteriormente i margini dell'azienda. I costi di finanziamento più elevati hanno ridotto la liquidità disponibile per le operazioni giornaliere, obbligando Morrison a miglioramento della gestione del capitale circolante per evitare problemi di liquidità, cosa che è effettivamente avvenuta. Le variazioni nei debiti e nei crediti sono state gestite in modo nettamente più efficiente rispetto agli anni precedenti, con un significativo miglioramento delle tempistiche di pagamento e soprattutto di incasso (Figura 3), sebbene le difficoltà nella gestione delle scorte siano rimaste un problema rilevante²¹⁴. I ricavi 2023 si attestano a £18.358 milioni, in calo, seppur lievemente dai £18.479 milioni del 2022. Questa variazione di £121 milioni si può ricondurre principalmente alla riduzione dei ricavi delle stazioni di servizio dovuti alla diminuzione dei prezzi della benzina, che ammontano a £517 milioni. Ad ogni modo le vendite nei negozi fisici ed online mostrano segni positivi con un aumento di £609 milioni, con buona parte delle stesse dovute all'acquisizione di MColl's. Dal lato dei costi, il cost of sales è diminuito dello 0,89%, in misura più marcata rispetto ai ricavi 0,65%, ed ammonta a £17.883 milioni rispetto ai £18.044 milioni del 2022, per cause imputabili principalmente al miglioramento della catena di approvvigionamento, infatti, dalla figura 4 si può notare come nel 2023 non siano più presenti supply chain disruption costs²¹⁵.

²¹³ The Guardian. (2023). *Is private equity tearing the soul out of Morrisons supermarket?*.

²¹⁴ Fitch Ratings. (2023). Fitch downgrades Market Holdco 3 Ltd (Morrisons) IDR to B+, stable outlook.

²¹⁵ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Consolidated income statement

52 weeks ended 29 October 2023

	Note	2022/23			2021/22		
		Before exceptionals ¹ £m	Exceptionals (note 1.4) £m	Total £m	Before exceptionals ¹ £m	Exceptionals (note 1.4) £m	Total £m
Revenue	1.2	18,358	-	18,358	18,479	-	18,479
Cost of sales		(17,857)	(26)	(17,883)	(18,075)	(13)	(18,088)
<i>Cost of sales before supply chain disruption</i>		(17,857)	(26)	(17,883)	(18,031)	(13)	(18,044)
<i>Supply chain disruption²</i>		-	-	-	(44)	-	(44)
Gross profit		501	(26)	475	404	(13)	391
Other operating income		114	-	114	123	-	123
Profit on disposal and closure		-	1	1	-	10	10
Administrative expenses		(308)	(193)	(501)	(281)	(225)	(506)
Operating profit	1.5	307	(218)	89	246	(228)	18
<i>Operating profit before supply chain disruption¹</i>		307	(218)	89	290	(228)	62
<i>Supply chain disruption²</i>		-	-	-	(44)	-	(44)
Finance costs	6.2	(77)	-	(77)	(67)	(21)	(88)
Finance income	6.2	7	33	40	3	30	33
Share of loss of joint venture (net of taxation)	4.2	(1)	-	(1)	(1)	-	(1)
Profit/(loss) before taxation		236	(185)	51	181	(219)	(38)
Taxation	2.2	(34)	35	1	(33)	41	8
Profit/(loss) for the period		202	(150)	52	148	(178)	(30)

Figura 4 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Concludendo, l'analisi del trend nell'andamento dei costi e del capitale circolante di Morrison nel periodo post-LBO evidenzia un quadro di crescenti sfide operative e finanziarie. L'integrazione delle nuove acquisizioni e le sinergie con MFG hanno sicuramente fornito alcune opportunità di crescita, ma l'aumento significativo dei costi, soprattutto quelli legati alla catena di approvvigionamento e ai finanziamenti nel 2022²¹⁶, ha esercitato una grande pressione sulle performance complessive dell'azienda nel periodo post LBO. La capacità di Morrison di riuscire ad adattarsi rapidamente a questo tipo di condizioni e di ottimizzare la gestione del capitale circolante sarà un elemento fondamentale per il suo successo nel lungo periodo.

4.4.2 Analisi dell'Ebitda, gestione dei flussi di cassa e capitale umano

L'analisi di indicatori e misure di redditività come l'EBITDA, FCFO e gli investimenti in capitale umano di Wm Morrison PLC nel periodo post-LBO, 2021-2023, evidenzia quanto sia complesso il

²¹⁶ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

quadro delle dinamiche economiche e finanziarie che hanno influenzato in maniera importante la performance complessiva dell'azienda. La gestione del capitale, degli investimenti strategici e dei flussi di cassa sono stati particolarmente importanti nel determinare la capacità dell'azienda di affrontare le sfide del mercato e di finalizzare operazioni come quella relativa a McColl's.

Nel 2021, l'EBITDA di Morrison ha mostrato un certo grado di resilienza, sostenuto principalmente da un aumento delle vendite dovute alla ripresa post-Covid19 e dalla capacità dell'azienda di mantenere inizialmente sotto controllo i costi operativi probabilmente grazie alla catena di produzione verticalmente integrata, nonostante le sfide poste dall'acquisizione. L'EBITDA before exceptionals and supply chain disruption ha registrato una crescita rispetto al periodo precedente, indicando che le misure di ottimizzazione dei costi e le sinergie derivanti dalla partnership preacquisizione con McColl's, nonché l'integrazione con MFG, stavano iniziando a dare i loro frutti. Tuttavia, questo miglioramento è stato eroso dal già citato aumento dei costi legati alla catena di approvvigionamento che, come indicato in figura 2, nel 2021 ammontano a £30 milioni. L'EBITDA è complessivamente passato da £1.039 milioni del 2020 a £847 milioni nel 2021²¹⁷, con una diminuzione effettiva di £192 milioni, dovuta principalmente a £290 milioni di costi eccezionali legati alla pandemia, quali: £99 milioni per il pagamento aggiuntivo del personale, £68 milioni per bonus straordinari, £46 milioni per misure di protezione per il personale legate al covid19, £12 milioni in sostegni alimentari e £65 milioni per ulteriori spese legate alla pandemia²¹⁸. Questi elementi hanno portato ad un EBITDA complessivo inferiore rispetto alle aspettative iniziali. Ad evidenza di ciò si segnala, inoltre, che l'indicatore percentuale EBITDA/revenues ha subito un calo rispetto al 2020 in cui segnava 5,9% al 4,8% del 2021. Gli investimenti in capitale umano, più precisamente l'incremento delle retribuzioni per i dipendenti (investment in colleague pay), hanno avuto un impatto sì positivo rispetto alla motivazione dei lavoratori e, di conseguenza, rispetto alla produttività complessiva, ma al contempo, come evidenziato in figura 5, hanno anche comportato un aumento dei costi operativi²¹⁹.

²¹⁷ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

²¹⁸ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

²¹⁹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

INVESTMENT IN COLLEAGUE PAY

£10.92 Per hour



Figura 5 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Nel 2022, l'EBITDA ha subito una contrazione rispetto al 2020, nonostante evidenzi una crescita rispetto al 2021, passando a £859 milioni, probabilmente a causa delle crescenti pressioni inflazionistiche e dell'aumento dei costi energetici dovuti alle questioni geopolitiche, che hanno progressivamente eroso i margini operativi²²⁰. A riprova di ciò emerge come l'EBITDA, prima delle eccezioni, che esclude voci eccezionali e gli effetti delle interruzioni nella catena di approvvigionamento, risulti di £903 milioni, infatti, nel 2022, come evidenziato in figura 2, i supply chain disruption risultano di £44 milioni²²¹. Bisogna, inoltre, evidenziare le difficoltà incontrate nell'integrazione di McColl's, che ha necessariamente richiesto ulteriori investimenti per la trasformazione delle infrastrutture e per l'area logistica, in questo caso, l'EBITDA escluso McColl's si attesterebbe a £940 milioni, ciò porterebbe un calo complessivo rispetto al 2020 di £99 milioni e un aumento rispetto al 2021 di £93 milioni²²². Gli investimenti in capitale umano sono continuati, come si evince da figura 5, con Morrison che ha mantenuto il suo impegno continuo nel migliorare le condizioni di lavoro e le retribuzioni, anche se ciò, come nel 2021 ha comportato un ulteriore aumento dei costi²²³.

Il 2023 si presenta come un anno di sfide importanti a livello di EBITDA e dell'intera struttura finanziaria di Morrison. L'EBITDA si attesta a £970 milioni, ha complessivamente continuato a crescere, seppure rimanendo minore rispetto ai valori raggiunti nel 2020. Le pressioni

²²⁰ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²²¹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²²² Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²²³ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

inflazionistiche sui costi delle materie prime (15,1%²²⁴), combinate ad un ambiente economico difficile, hanno portato a questa diminuzione, nonostante i molteplici sforzi e strategie messe in atto dall'azienda per controllare i costi lungo tutta la propria filiera. Tuttavia, come evidenziato in figura 4, non sono più presenti costi legati ad interruzioni della catena di approvvigionamento. Nonostante ciò, gli investimenti in capitale umano sono stati mantenuti costanti, come emerge dalla figura 5, ma con una attenzione maggiore al contenimento dei costi anche in questo ambito, cercando quindi un maggiore bilanciamento tra miglioramento delle condizioni dei dipendenti e necessità di preservare la redditività²²⁵.

Prendendo in considerazione ora il capital expenditure (capex) di Morrison si può notare come la sua gestione post-LBO sia stato un elemento estremamente rilevante nella strategia di crescita implementata da CD&R. In realtà emerge già come nel 2021 (£539 milioni), l'azienda avesse effettuato significativi investimenti in infrastrutture e nel potenziamento della rete di negozi, mediante l'apertura di sei nuovi negozi per un totale di 157 mila piedi quadrati, nonché il rinnovo di 18 negozi già esistenti mediante il programma "freshlook"²²⁶. Si evidenzia, inoltre, come siano stati effettuati ulteriori investimenti in tecnologia, nel programma di cibo d'asporto market kitchen e nel continuo sviluppo della partnership con McColl's. Questi investimenti hanno effettivamente comportato un aumento dei costi aziendali, ma erano necessari al fine di sostenere una crescita maggiore nel lungo periodo e, al contempo, migliorare l'efficienza operativa. Nel 2022, il capex è rimasto piuttosto elevato, attorno ai £509 milioni, seppur in lieve diminuzione, probabilmente dovuta ad un tentativo di ottimizzazione della spesa, concentrandosi su investimenti ad alto rendimento e rinviando quelli non essenziali, anche se, come nel 2021, non ha rinunciato ad iniziative quali: ristrutturazione di negozi esistenti, l'apertura di un nuovo negozio a Little Clacton, miglioramenti tecnologici e conversione di parte dei negozi McColl's in Morrison Daily²²⁷. Nel 2023, si può notare come il capex sia stato ulteriormente ridotto a causa della necessità di preservare maggiori quote di liquidità in un contesto economico mutevole ed incerto, mantenendo però il focus su progetti rilevanti per l'azienda e che offrivano il massimo

²²⁴ Office for National Statistics. (2023). Producer price inflation, UK.

²²⁵ The Guardian. (2023). *Is private equity tearing the soul out of Morrisons supermarket?*.

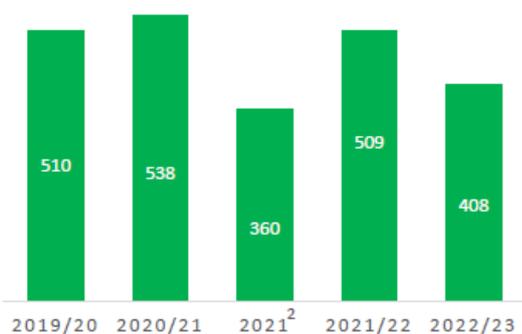
²²⁶ Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

²²⁷ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

ritorno sugli investimenti²²⁸, come gli investimenti tecnologici nel miglioramento della piattaforma online, manutenzione dei negozi esistenti e conversione dei negozi McColl's. Si nota però un rallentamento degli ultimi due elementi, in quanto i negozi trasformati sono di meno nel 2023 e lo stesso vale per le manutenzioni, inoltre, Morrison ha ridotto gli investimenti in nuove aperture e ha effettuato vendite e lease back di alcuni supermercati riducendo in tal modo i costi di manutenzione²²⁹.

CAPITAL EXPENDITURE

£408m¹



¹ Excludes acquisition of businesses and investments in joint ventures
² 39 weeks ended 31 October 2021, as reported

Figura 6 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Il flusso di cassa (cash flow) ha subito notevoli pressioni durante tutto il periodo della nostra analisi. Nel 2021, come evidenziato in figura 7, il Net cash inflow from operating activities ammonta a £89 milioni mostrando una pessima performance rispetto al 2020 (£826 milioni), dovuta in modo particolare dalla normalizzazione delle vendite post-Covid19, e ad una minore domanda di generi alimentare rispetto al periodo del lockdown del 2020²³⁰. Altri aspetti che hanno sicuramente inciso sono l'aumento dei costi operativi, guidato dall'aumento dei salari che, come evidenziato in figura 5, nel 2021 ha registrato un +10% su base annua, nonché l'aumento delle spese di sicurezza, quali sanificazioni e dispositivi di protezione per il personale. Un altro fattore da tenere in considerazione è l'aumento degli interessi pagati nel 2021 rispetto al 2020, anno in cui Morrison ha pagato £104 milioni di interessi, rispetto ai £116 milioni dell'anno successivo. Si registra, inoltre, un calo da £305 milioni a £240 milioni del Cash and cash

²²⁸ Fitch Ratings. (2023). Fitch downgrades Market Holdco 3 Ltd (Morrisons) IDR to B+, stable outlook.

²²⁹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²³⁰ Wm Morrison PLC. (2020). Annual report and financial statements 2020. Wm Morrison PLC.

equivalents at end of period, con una riduzione di £65 milioni, dovuta probabilmente al maggior capex del 2021, come segnalato nella figura 6.

	Note	2021 £m	2020 £m
Cash flows from operating activities			
Cash generated from operations	5.6	286	1,017
Interest paid		(116)	(104)
Taxation paid		(81)	(87)
Net cash inflow from operating activities		89	826
Cash flows from investing activities			
Interest received		–	1
Dividends received from joint venture	10.1	8	9
Proceeds from the disposal of property, plant and equipment, investment property, right-of-use assets and assets held-for-sale		27	34
Purchase of property, plant and equipment, investment property and right-of-use assets		(461)	(429)
Purchase of intangible assets		(77)	(81)
Acquisition of business (net of cash received)	4.3	(1)	(1)
Net cash outflow from investing activities		(504)	(467)
Cash flows from financing activities			
Purchase of trust shares	6.6	–	(10)
Settlement of share awards	6.6	(10)	(2)
Proceeds from exercise of employee share options	6.6	9	14
New borrowings		934	347
Repayment of borrowings		(237)	(278)
Repayment of lease obligations		(85)	(87)
Dividends paid	1.8	(261)	(302)
Net cash inflow/(outflow) from financing activities		350	(318)
Net (decrease)/increase in cash and cash equivalents		(65)	41
Cash and cash equivalents at start of period		305	264
Cash and cash equivalents at end of period	6.5	240	305

Figure 7 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.

Questo trend si è, invece, invertito nel 2022, con un miglioramento del Net cash inflow from operating activities, che ammonta a £709 milioni, come segnalato in figura 8. L'aumento è stato alimentato principalmente da una ripresa della domanda post-pandemica sia nel settore online che in quello in-store²³¹, nonché che dall'integrazione di McColl's, che ha portato ad un'espansione della rete distributiva e a maggiori sinergie. Si evidenziano, inoltre, minori costi straordinari rispetto al 2021, dovuti alla non ulteriore necessità di misure di sanificazione aggiuntiva e di protezione dei dipendenti, nonché all'aumento delle efficienze operative in ambito di riduzione sprechi legati alla deperibilità dei prodotti e all'ottenimento di un beneficio fiscale di £52 milioni²³². Il Net cash outflow from financing activities, come emerge da figura 7 e 8, nel 2022 è negativo ed ammonta a -£46 milioni, nel 2021 era positivo e si attestava a £350 milioni. Ciò

²³¹ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²³² Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

evidenzia un accumulo di debito nel 2021 (anno dell'LBO) di £934 milioni forniti dalla nuova società madre Market Bidco Ltd, che sposta su Morrison parte del debito contratto per finanziarne l'acquisizione, mentre segnala un rimborso importante nel 2022 del debito contratto da market Bidco Ltd di £1.859 milioni, generando quindi un Net cash outflow from financing activities più elevato nel 2022 (£46 milioni di deflusso rispetto ai flussi positivi del 2021). Market Bidco ha poi allocato ulteriori £1.843 milioni di debito a Morrison mediante un prestito nel corso dell'anno, portando i Current liabilities a £5,371 milioni nel 2022 dai £4,120 milioni del 2021²³³. Anche nel 2023, il Net cash inflow from operating activities ha continuato a migliorare, come evidenziato in figura 8, arrivando a £908 milioni e dimostrando la forte capacità dell'azienda di essere in grado di generare liquidità nonostante le difficili condizioni finanziarie ed economiche. Quest'ultimo aumento è stato anche in parte sostenuto dalla riduzione delle spese straordinarie legate alla pandemia e alle interruzioni della catena di fornitura che nel 2022 ammontavano a £44 milioni, nonché da un controllo più rigido dei costi lungo la filiera²³⁴. Inoltre, si evidenzia un miglioramento generalizzato dal lato dei costi, la nuova proprietà sembra essere riuscita a razionalizzare maggiormente la struttura dei costi, ad evidenza di ciò si può osservare in figura 4 e nel corso del precedente capitolo, che il cost of sales è diminuito maggiormente in proporzione ai ricavi nel 2023. Inoltre, le attività di finanziamento e investimento sono state un elemento particolarmente importante nella gestione della liquidità di Morrison. L'afflusso positivo di £84 milioni nel 2023 è un'inversione significativa delle politiche di investimento di Morrison, contando che il Net cash inflow/(outflow) from investing activities nel 2022 era negativo ed ammontava a £672 milioni. Ciò si può attribuire alla riduzione del Capex, come evidenziato in figura 6, che nel 2023 ammonta a £408 milioni (£101 milioni in meno rispetto al 2022), portando un effetto significativamente positivo sul flusso di cassa netto da attività di investimento. Questo può evidenziare l'adozione di una strategia maggiormente conservativa volta al consolidamento delle attività acquisite. Un altro elemento importante in questo frangente è stata la cessione di asset. In figura 8 si evidenzia Proceeds from disposal of property, plant and equipment, investment property and assets per £480 milioni, mentre dal Consolidated statement of financial position del 2023 emerge come i total asset siano scesi da £11.650 del 2022 a £10.409 del 2023²³⁵. Per quanto

²³³ Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

²³⁴ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

riguarda il Net cash outflow from financing activities di Morrison, si può notare dalla figura 8 come esso abbia avuto una drastica diminuzione a -£1.000 milioni nel 2023, ciò è dovuto in particolare al rimborso di £961 milioni che Morrison ha effettuato nei confronti della controllante Market Bidco, che precedentemente gli aveva allocato questo debito. A differenza del 2022, non c'è stato un rifinanziamento da parte della controllante, questo spiega larga parte della posizione negativa nell'ambito del Net cash outflow from financing activities.

Analizzando ora maggiormente in termini di liquidità, il cash and cash equivalents at end of period si è dimostrato relativamente stabile intorno a £280 milioni tra il 2022 e il 2023, come evidenziato in figura 8. Questo è stato possibile grazie al risultato combinato di diversi fattori sopra elencati, che hanno reso Morrison capace di preservare livelli di cassa adeguati al fine di poter garantire una maggiore flessibilità finanziaria²³⁶.

Consolidated statement of cash flows

52 weeks ended 29 October 2023

	Note	2023 £m	2022 £m
Cash flows from operating activities			
Cash generated from operations	5.6	966	735
Interest paid		(76)	(78)
Taxation received		18	52
Net cash inflow from operating activities		908	709
Cash flows from investing activities			
Interest received		4	1
Dividends received from joint ventures	4.2	8	8
Proceeds from disposal of property, plant and equipment, investment property and assets held-for-sale		480	17
Purchase of property, plant and equipment and investment property		(335)	(430)
Purchase of intangible assets		(73)	(79)
Acquisition of business (net of cash received)	4.3	-	(187)
Investments in joint ventures		-	(2)
Net cash inflow/(outflow) from investing activities		84	(672)
Cash flows from financing activities			
Proceeds from trust shares	6.7	-	41
Proceeds from exercise of employee share options	6.7	-	1
Proceeds from settlement of derivative contracts		58	18
Costs incurred on repayment of borrowings		-	(12)
Repayment of borrowings		-	(1,859)
(Repayment)/loan from parent undertaking	6.4	(961)	1,843
Repayment of lease obligations		(97)	(78)
Net cash outflow from financing activities		(1,000)	(48)
Net decrease in cash and cash equivalents		(8)	(9)
Cash and cash equivalents at start of period		287	296
Cash and cash equivalents at end of period	6.6	279	287

Figura 8 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

²³⁵ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

²³⁶ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

Nel complesso, l'EBITDA e gli investimenti in capitale umano di Morrison durante il periodo post-LBO riflettono le diverse sfide che un'azienda deve affrontare cercando di bilanciare la crescita, l'integrazione di nuove acquisizioni o partnership e la necessità di controllare i costi in un contesto economico difficile ed un'inflazione crescente. La gestione del flusso di cassa e del capitale è stata di fondamentale importanza al fine di poter mantenere un certo livello di stabilità finanziaria, ma l'alto debito allocato a Morrison post-LBO dalla controllante Market Bidco Ltd e le crescenti pressioni sui margini hanno rappresentato ostacoli significativi per la performance complessiva.

4.4.3 Impatti sociali ed etici dell'operazione

L'operazione di Leverage Buy-Out che ha coinvolto WM Morrison PLC ha sollevato una serie di importanti preoccupazioni riguardo agli impatti sociali ed etici, non solo sul fronte aziendale ma anche in relazione ai dipendenti dell'azienda, ai consumatori e alle comunità o realtà locali. Il passaggio della proprietà dalla famiglia Morrison al fondo di private equity Clayton, Dubilier & Rice, mediante la controllante Market Bidco Ltd, ha messo seriamente in discussione il futuro del modello di gestione che di Morrison, particolarmente radicato nel tessuto sociale e nel territorio britannico per oltre un secolo. Il dibattito riguardante gli impatti sociali si è maggiormente concentrato su due principali aspetti, quali: la protezione dei posti di lavoro e il trattamento dei dipendenti, nonché la salvaguardia della rete di approvvigionamento locale.

Uno dei primi effetti dell'operazione riguardante Morrison da parte di CD&R è stata la preoccupazione per i 120.000 dipendenti della società, distribuiti su 497 supermercati, impianti di produzione e fattorie di proprietà di Morrison o sue controllate. Diversi sindacati e politici, in particolare esponenti politici del partito laburista e dei liberaldemocratici, hanno espresso molteplici timori riguardo alle intenzioni della nuova proprietà, in particolare alla possibilità che questo passaggio comportasse tagli al personale o il peggioramento delle condizioni lavorative nel tentativo di migliorare la redditività aziendale. Come già più volte evidenziato, le operazioni di LBO sono spesso criticate per l'elevata leva finanziaria che viene impiegata per finanziare l'acquisizione, e che può tradursi in un forte sforzo per ridurre i costi, anche a scapito dei diritti dei lavoratori e della sicurezza occupazionale.

Ad ogni modo, CD&R ha cercato di rassicurare i dipendenti e gli stakeholder impegnandosi nel non cedere gli asset principali e storici dell'azienda e nel mantenere la sede centrale a Bradford,

nel nord dell'Inghilterra, nello storico quartier generale dell'azienda. Inoltre, CD&R ha mantenuto una politica di investimento nei confronti dei propri dipendenti e nel loro benessere. Nel 2021, ad esempio, Morrison ha incrementato il salario minimo per i suoi dipendenti a 10,57 sterline l'ora, una misura accolta in maniera positiva dai sindacati, ma che ha comunque sollevato molteplici dubbi riguardanti la sostenibilità di tali investimenti a lungo termine, in particolare considerando l'onere del debito accumulato durante l'operazione di LBO²³⁷.

Un elemento rilevante in questo contesto è il Net Retirement Benefit Surplus, evidenziato in figura 9, ossia il surplus al netto dei benefici pensionistici. Nel report finanziario del 2022, Morrison ha riportato un Net Retirement Benefit Surplus di £691 milioni di sterline nei fondi pensionistici. Questo dato ha fortemente contribuito nel rassicurare ulteriormente i dipendenti, evidenziando come, nonostante il cambio di proprietà, i piani pensionistici rimangano ben finanziati e sotto controllo. Inoltre, CD&R ha raggiunto un accordo con i fiduciari del piano pensionistico al fine di garantirne la sostenibilità nel lungo periodo, confermando ulteriormente l'impegno nei confronti della forza lavoro e riducendo, in tal modo, i timori legati a potenziali tagli ai benefici pensionistici²³⁸.

NET RETIREMENT BENEFIT SURPLUS

£453m

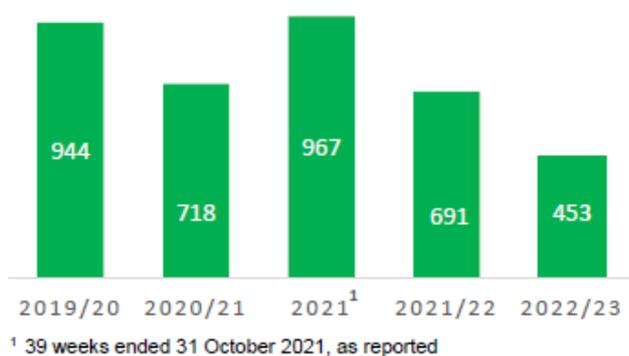


Figura 9 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

²³⁷ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

²³⁸ Competition and Markets Authority (2022). Completed acquisition by CD&R of WM Morrison Supermarkets PLC.

Parallelamente a ciò, come precedentemente evidenziato, Morrison ha investito in modo importante nel miglioramento degli stipendi e nel benessere dei propri lavoratori mediante l'implementazione del programma Investment in Colleague Pay, evidenziato in figura 5. Questo impegno ha portato ad un investimento diretto nell'incremento delle condizioni salariali per tutto il personale. Nel 2023, l'azienda ha continuato ad incrementare la retribuzione complessiva, tenendo fede all'impegno di mantenere elevati standard di compensazione che siano almeno adeguati alla crescente inflazione del periodo, nonostante le sfide poste dall'acquisizione in termini di costi. Tuttavia, le preoccupazioni riguardo alla possibilità che queste politiche possano essere riviste nel lungo termine rimangono, soprattutto se la pressione degli oneri finanziari sugli utili aumenterà alla luce delle congetture macroeconomiche.

Morrison ha sempre vantato un certo livello di integrazione con le comunità locali, vantando una catena di fornitura verticalmente integrata in cui produce oltre il 50% dei prodotti di cui necessita nei propri store. Questa caratteristica la distingue ampiamente dagli altri concorrenti britannici, rendendola una delle poche catene di supermarket a possedere fattorie e stabilimenti produttivi. La paura più grande in seguito all'acquisizione era che CD&R potesse, o fosse costretta a farlo dal peso del debito, cedere parte del patrimonio immobiliare e dell'attivo storico dell'azienda, mettendo in pericolo questa struttura particolare. Tuttavia, CD&R ha più volte esplicitamente affermato di voler preservare questa integrazione verticale caratteristica di Morrison, mostrando un certo interesse a capitalizzare sulla collaborazione strategica di Morrison con Amazon, sia attraverso Amazon Fresh che Prime²³⁹.

Ad ogni modo, le preoccupazioni riguardanti le comunità locali non sono state del tutto accantonate dopo le rassicurazioni di CD&R. La storia delle operazioni condotte da fondi private equity nel Regno Unito mostra come, in molteplici casi, gli acquirenti si siano ritrovati nella situazione di dover cedere asset strategici al fine di ridurre il debito accumulato e mitigarne gli effetti sulla struttura dei costi, riducendo conseguentemente la capacità dell'azienda di mantenere significativa una presenza sul territorio. I rischi di un sell out importante di asset sono stati evidenziati anche da diversi membri del parlamento britannico e rappresentanti sindacali, che hanno richiesto molteplici garanzie vincolanti a protezione degli asset di Morrison²⁴⁰.

²³⁹ Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stockholm School of Economics.

L'acquisizione di Morrison ha, inoltre, sollevato molti interrogativi anche sulla qualità del servizio che verrà offerto ai consumatori nel prossimo futuro. Con la crescente competizione nel settore della vendita al dettaglio alimentare, in particolare con i giganti del discount come Aldi e Lidl che aumentano sempre più la loro quota di mercato nel Regno Unito, l'ingresso di un nuovo fondo di private equity ha suscitato non poche preoccupazioni circa l'eventuale peggioramento della qualità dei prodotti, nonché dell'esperienza dei clienti. Gli operatori di private equity vengono spesso accusati di privilegiare e spingere verso una riduzione dei costi a breve termine, anche a scapito della qualità del servizio. Sebbene CD&R abbia dichiarato la sua intenzione di non sacrificare la qualità e di mantenere l'integrità dell'offerta di Morrison come in precedenza, l'analisi delle performance economico-finanziarie dell'azienda negli anni successivi all'acquisizione, soprattutto nel 2022 e 2023, ha mostrato una contrazione dei margini operativi, nonostante un aumento dei ricavi complessivi e ciò non sglie i dubbi sulle strategie che verranno implementate da CD&R per risolvere la situazione²⁴¹.

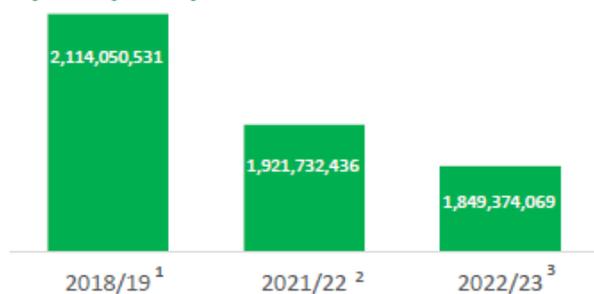
Uno dei maggiori elementi attenzionati in seguito all'acquisizione di WM Morrison riguarda l'impatto sull'uso totale di energia (Total Energy Use). Dai report finanziari del 2022 e 2023 si evidenzia un chiaro impegno dell'azienda verso una progressiva riduzione del consumo energetico nelle proprie attività, focalizzandosi specificatamente sull'efficienza energetica e la sostenibilità ambientale. Nel report del 2022, Morrison ha dichiarato un consumo totale di energia di 1,921 milioni di kWh, in netto calo rispetto all'anno precedente, come evidenzia figura 10. Questo risultato è stato raggiunto mediante l'implementazione di investimenti in nuove tecnologie per l'efficienza energetica, come il passaggio all'illuminazione LED in molti dei suoi store e l'adozione di sistemi di gestione energetica più avanzati nei suoi impianti di produzione, ciò contribuisce non solo all'immagine di Morrison come azienda attenta all'ambiente e alla sostenibilità, ma anche al taglio dei costi, che in presenza di margini operativi erosi dall'incremento dei costi può trasformarsi una boccata di ossigeno importante.

²⁴⁰ Faithfull, M. (2021). Politicians warn against the sell-off of assets as CD&R prepares to buy Morrisons. Forbes.

²⁴¹ Competition and Markets Authority (2022). Completed acquisition by CD&R of WM Morrison Supermarkets PLC.

TOTAL ENERGY USE (kWh)

1,849,374,069 kWh



Period covered for the purpose of measuring the energy use is different from the financial period:

¹ Period between 1 November 2018 and 31 October 2019

² Period between 1 November 2021 and 31 October 2022

³ Period between 1 November 2022 and 31 October 2023

Figura 10 Retrieved from Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

L'impegno nei confronti della sostenibilità ambientale è stato ulteriormente rafforzato dal programma di Morrison al fine di ridurre le emissioni di gas serra, che ha visto un calo del 17% delle emissioni rispetto al 2020²⁴². Ad ogni modo, nonostante questi segnali forti da parte della società, l'acquisizione da parte di CD&R ha sollevato diverse preoccupazioni anche riguardo alla possibilità che la nuova proprietà, concentrandosi maggiormente sul miglioramento dei margini finanziari, possa ridurre gli investimenti in queste iniziative nel lungo periodo, che comportano costi iniziali significativi ma generano risparmi e benefici ambientali prevalentemente nel lungo termine. Il report finanziario del 2023 ha confermato che Morrison continua a perseguire la riduzione del consumo energetico, ma focalizzandosi maggiormente sull'ottimizzazione dei costi, mantenendo comunque i target di sostenibilità ambientale²⁴³.

Il problema dello spreco alimentare è un altro tema che emerge spesso nei report finanziari di Morrison e nei dibattiti pubblici intorno all'acquisizione. Morrison, già nota per i suoi sforzi nel ridurre il più possibile lo spreco alimentare attraverso iniziative con enti benefici e partnership locali, ha rafforzato ulteriormente questi programmi nel periodo post-acquisizione. Nei report finanziari del 2021 e 2022, l'azienda ha evidenziato una riduzione del proprio spreco alimentare del 7% rispetto al 2020, grazie all'espansione di iniziative come "Too Good To Go" e alla collaborazione con molteplici organizzazioni benefiche al fine di redistribuire il cibo in eccesso a persone in difficoltà, invece che sprecarlo smaltendolo. Tuttavia, anche in questo caso, emergono preoccupazioni principalmente legate alla capacità di mantenere sforzi di questo genere nel lungo

²⁴² Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

²⁴³ Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.

periodo, data la pressione esercitata da un'operazione di LBO sul miglioramento della redditività. Nel complesso, l'operazione desta diverse opinioni contrastanti e dubbi in svariati ambiti, anche in questo caso alcuni esperti hanno espresso dubbi riguardo la futura capacità di CD&R di sostenere questo tipo di iniziative socialmente orientate. Nonostante ciò, il report del 2023 ha mostrato che Morrison ha continuato a registrare una riduzione del food waste, mantenendo i propri impegni nella lotta allo spreco alimentare, ma prestando una maggiore attenzione alla riduzione dei costi associati a tali iniziative.

Conclusione

In conclusione, questo elaborato si pone l'obiettivo di valutare, mediante un approccio sia teorico basato sulla letteratura, che pratico basato sul case study, le operazioni di LBO.

L'analisi si è sviluppata in due fasi distinte: un approfondimento teorico sulle LBO nei primi tre capitoli, mentre il quarto capitolo si occupa della verifica empirica mediante l'ausilio del case study dell'LBO che ha avuto come oggetto Wm Morrison PLC effettuata dal fondo CD&R.

I primi capitoli hanno portato un'analisi teorica e chiarito molteplici aspetti riguardanti le LBO; ciò è utile al lettore come base per le considerazioni effettuate nel corso del quarto capitolo. È infatti importante evidenziare come, generalmente, tutte le operazioni di acquisizione portino ad un tentativo successivo di efficientamento delle strutture operative e miglioramento della gestione e delle politiche finanziarie, o perlomeno all'avvallamento di questi processi in un'ottica di integrazione con una o più strutture esistenti. Ciò ovviamente accade anche nelle LBO, ma con una differenza fondamentale, la società oggetto di LBO deve perseguire questi obiettivi di efficientamento e miglioramento sopportando un nuovo ed elevato carico di debito. Questo è il fattore distintivo delle LBO, ed è quello che porta anche le maggiori difficoltà e sfide, nonché quello che le rende particolarmente attraenti per un'analisi. Infatti, le società, dovendo ovviare a queste problematiche date dalla necessità di cambiamento e miglioramento sotto pressione del leverage, introducono un ampio spettro di soluzioni, che generano interesse e volontà di analisi con l'obiettivo di valutarne i risultati.

La parte empirica dell'elaborato, che si occupa dell'LBO con oggetto Wm Morrison PLC, permette di valutare e testare la teoria discussa nei precedenti capitoli alla luce di un caso reale. L'LBO riguardante Morrison ha, infatti, evidenziato molteplici aspetti importanti emersi dalla letteratura, fornendo anche una serie di similitudini rispetto a ciò da essa affermato. L'operazione ha messo in luce gli effetti sulla struttura finanziaria ed operativa di Morrison, portando ad una successiva razionalizzazione di molteplici aspetti quali, ad esempio, la gestione del capitale circolante che, stando ai dati di bilancio, si è rivelato uno dei maggiori successi della nuova proprietà. Ciò a conferma di quanto detto in sede teorica, difatti, una miglior gestione del circolante è uno dei maggiori target post-LBO, in quanto, si collega direttamente al tema dell'adeguatezza della liquidità aziendale al servizio del debito, nonché ad un risparmio degli oneri finanziari dovuti al debito a breve e brevissimo termine, che potrebbe giovare nel limare l'ammontare degli oneri dovuti al debito contratto. Inoltre, sono state effettuate molteplici

osservazioni teoriche riguardanti: l'importanza per il post-LBO di un adeguato studio di fattibilità in termini quantitativi riguardante debito, la riorganizzazione operativa e il bilanciamento tra servizio del debito e crescita. In particolare, quest'ultimo elemento assume notevole importanza. Infatti, la teoria espone molteplici strategie a riguardo, alcune più conservative, altre bilanciate oppure più aggressive. La strategia adottata da Morrison in questo ambito, a parer mio, sembra discostarsi da queste tre grandi famiglie individuate dalla teoria. Difatti, sembra che Morrison adotti una strategia conservativa e maggiormente improntata sul servizio del debito, forse anche per le molteplici difficoltà finanziarie che ha dovuto affrontare e per assicurare gli obbligazionisti, salvo però effettuare degli acuti, quali l'acquisizione di McColl's Retail Group che, con i suoi 1.160 minimarket, rappresenta un'operazione importante e su grande scala. Inoltre, molti di quei minimarket sono stati successivamente convertiti in Morrison Daily, comportando un ulteriore investimento da parte della società. Tuttavia, il capitolo 4 ha corroborato l'idea che le LBO possano effettivamente generare valore, ma il successo dell'operazione in questo senso dipende non solo dalle scelte, seppur cruciali, effettuate in sede di pre-LBO, ma anche dall'attenta e precisa gestione delle risorse aziendali disponibili post-LBO, in particolare quelle che possono non essere destinate al servizio del debito, nonché dal loro utilizzo in sede di investimento nel futuro.

In sintesi, le operazioni di Leverage Buy-Out possono rivelarsi strumenti potenti per riorganizzare e creare valore nelle aziende target ma, al contempo, il confronto tra la letteratura e le evidenze empiriche riscontrate nel case study di Wm Morrison PLC, fa emergere come esse richiedano uno studio pre-LBO adeguato e ponderato, nonché un'esecuzione rigorosa, seguita poi da una gestione oculata nel ponderare i rischi del leverage alla necessità di investimenti al fine di promuovere la crescita e non perdere quote di mercato nei confronti dei competitor. Il case study mostra come, nonostante le preoccupazioni politiche e sindacali, un LBO possa trasformare l'azienda migliorandola e differenziandola rispetto ai competitor, mediante l'acquisto di McColl's Retail Group che opera nel segmento Retail daily, ma anche come ciò possa portare a crescenti difficoltà e sfide come quelle che hanno caratterizzato il periodo post-LBO di Morrison e che non sembrano essersi ancora risolte definitivamente.

Bibliografia

- 1) 3G Capital. (2013). Press Release: Acquisition of Heinz.
- 2) Altman, E. I. (1984). A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.
- 3) Altman, E.I. (1984). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*, 23(4), 589-609
- 4) Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- 5) Bain & Company. (2021). Global private equity report 2021. Bain & Company.
- 6) Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- 7) Barney, J. B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- 8) Barth, J. R. (2009). *The rise and fall of the U.S. mortgage and credit markets: A comprehensive analysis of the market meltdown*. John Wiley & Sons.
- 9) Bartlett, C. A., & Ghoshal, S. (1989). *Managing Across Borders: The Transnational Solution*. Harvard Business School Press.
- 10) Bayar, O., Baker, H. K., & Kiyamaz, H. (2011). Going private and leveraged buyouts. In H. K. Baker & H. Kiyamaz (Eds.), *The art of capital restructuring: Creating shareholder value through mergers and acquisitions* (pp. 419-444). Springer.

- 11) Becker, G. S. (1993). *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education* (3rd ed.). University of Chicago Press.
- 12) Berkshire Hathaway. (2013). *Annual Report 2013*.
- 13) Bloomberg. (2006). *Dunkin' Brands to Be Bought by Bain, Carlyle, Lee for \$2.4 Billion*.
- 14) Bloomberg. (2013). *3G Capital's Lean and Six Sigma implementation at Heinz*.
- 15) Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- 16) Brealey, R. A. (2017). *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks*. MIT Press.
- 17) Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin.
- 18) Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2013). *Financial Management: Theory & Practice*. South-Western Cengage Learning.
- 19) Brophy, D. J., & Guthner, M. W. (1990). *The Impact of Leveraged Buyouts on Strategic Direction*. Business Horizons.
- 20) Burrough, B., & Helyar, J. (1990). *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. Harper & Row.
- 21) Carlson, D.G. (1985). *Leveraged Buyouts in Bankruptcy*. *Georgia Law Review*, 20, 73.

- 22) Christensen, C. M. (1997). *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Harvard Business School Press.
- 23) Competition and Markets Authority. (2021). Completed acquisition by Clayton, Dubilier & Rice
- 24) Competition and Markets Authority. (2022, March 24). Completed acquisition by CD&R of Wm Morrison Supermarkets.
- 25) Conger, J. A., & Fulmer, R. M. (2003). Developing your leadership pipeline. *Harvard Business Review*, 81(12), 76-84.
- 26) Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons.
- 27) Fabozzi, F. J. (2008). *Handbook of Finance, Financial Markets and Instruments*. Wiley.
- 28) Fabozzi, F. J. (2016). *Handbook of Fixed Income Securities*. McGraw-Hill Education.
- 29) Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- 30) Femino, L. (2013). Ex ante review of leveraged buyouts. *Yale Law Journal*, 123(8), 1830-1848.
- 31) Financial Times. (2015). Kraft Foods cost savings through supplier renegotiations.
- 32) Garfinkel, M. R. (1989). The causes and consequences of leveraged buyouts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*.

- 33) Ghemawat, P. (2001). Distance Still Matters: The Hard Reality of Global Expansion. *Harvard Business Review*, 79(8), 137-147.
- 34) Gompers, P., & Lerner, J. (2001). "The Venture Capital Cycle." MIT Press.
- 35) Gompers, P., Kaplan, S. N., & Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
- 36) Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- 37) Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- 38) Hæstad, T. (2022). Leverage Buyout-Success or failure? Investigating the impact of excessive leverage on operating efficiency for US companies. [Openaccess.nhh.no](https://openaccess.nhh.no).
- 39) Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49-70.
- 40) Harvard Business Review. (2014). Dell's cost reduction program post-acquisition by Silver Lake.
- 41) Hill, C. W. L., & Jones, G. R. (2012). *Strategic Management Theory: An Integrated Approach*. South-Western Cengage Learning.
- 42) Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2010). *Corporate Finance*. McGraw-Hill Education

- 43) Hull, J. C. (2018). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson.
- 44) Ivashina, V., & Lerner, J. (2019). *Patient capital: The challenges and promises of long-term investing*. Princeton University Press.
- 45) Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- 46) Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74.
- 47) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- 48) Johanson, J., & Vahlne, J. E. (1977). The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.
- 49) Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Harvard Business Review Press.
- 50) Kaplan, S. N. (2008). *Are U.S. Companies Too Short-Term Oriented? Some Thoughts*. Chicago Booth Research Paper (No. 08-16).
- 51) Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns persistence and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- 52) Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.

- 53) Kogut, B. (1985). Designing Global Strategies: Comparative and Competitive Value Added Chains. *Sloan Management Review*, 26(4), 15-28.
- 54) Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons.
- 55) Kotter, J. P. (1990). *A Force for Change: How Leadership Differs from Management*. Free Press.
- 56) Kram, K. E. (1985). *Mentoring at Work: Developmental Relationships in Organizational Life*. University Press of America.
- 57) Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- 58) Lerner, J. (2012). *The architecture of innovation: The economics of creative organizations*. Harvard Business Press.
- 59) Lerner, J., Leamon, A., & Hardyman, G.F. (2012). *"Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship."* Wiley.
- 60) Marks, H. (2011). *The Most Important Thing Illuminated: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor*. Columbia University Press.
- 61) McColl's Retail Group. (2022). *Annual Report and Financial Statements for the year ended 27 November 2022*.
- 62) McKinsey & Company. (2015). *The Internet of Things: Mapping the value beyond the hype*.

- 63) McKinsey & Company. (2017). The impact of robotic process automation at General Motors.
- 64) Merton, R. C. (1995). A functional perspective of financial intermediation. *Financial Management*, 24(2), 23-41.
- 65) Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303-2341.
- 66) Michaely, R., Thaler, R. H., & Womack, K. L. (1995). Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift? *Journal of Finance*, 50(2), 573-608.
- 67) Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- 68) Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 69) Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics* (Vol. 3, pp. 2485-2563). Elsevier.
- 70) Oscar, A. M., & Contard, D. S. (n.d.). The potential contributions of leveraged buyout (LBO) to the development and integration of African countries. [Semanticscholar.org](https://www.semanticscholar.org/).
- 71) Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. Free Press.
- 72) Rappaport, A. (1990). *"Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors."* The Free Press.

- 73) Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2017). Leveraged buyouts: A survey of the literature. European Corporate Governance Institute.
- 74) Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2017). Leveraged buyouts: Motives and sources of value. Annals of Corporate Governance.
- 75) Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2010). Corporate Finance. McGraw-Hill Education.
- 76) Ruback, R. S., & Kaplan, S. N. (1995). "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis." The Journal of Finance.
- 77) Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2004). A Perspective on Regional and Global Strategies of Multinational Enterprises. Journal of International Business Studies, 35(1), 3-18.
- 78) Spagnolo, S., & Corvino, A. (2016). Leveraged Buyouts (LBOs) in the Private Equity Industry: the Role of Debt and Financial Structure as Drivers for the Value Creation of the Fund's Investors.
- 79) Stenersen, M. (2021). CD&R's £7bn Acquisition of Morrisons. Stoccolma School of Economics.
- 80) Tichy, N. M., & Cohen, E. (1997). The Leadership Engine: How Winning Companies Build Leaders at Every Level. Harper Business.
- 81) Wm Morrison PLC. (2020). Annual report and financial statements 2020. Wm Morrison PLC.
- 82) Wm Morrison PLC. (2021). Annual report and financial statements 2021. Wm Morrison PLC.
- 83) Wm Morrison PLC. (2022). Annual report and financial statements 2022. Wm Morrison PLC.

- 84) Wm Morrison PLC. (2023). Annual report and financial statements 2023. Wm Morrison PLC.
- 85) World Economic Forum. (2020). The future of jobs report 2020. World Economic Forum.
- 86) Wright, M., Thompson, S., Robbie, K., & Wong, P. (1995). Management Buy-Outs in the Short and Long Term. *Journal of Business Finance & Accounting*.
- 87) Zecenarro Monge, C. (n.d.). The financial structure of leveraged buyouts and their influence in the post-crisis developments of private equity markets: The British case.

Sitografia

- 1) BBC News. (2021, October 19). *Morrisons: Politicians urge review of sale to US private equity firm*. BBC News. <https://www.bbc.com/news/business-58962054>
- 2) BNN Bloomberg. (2021, December 10). *Morrison postpones \$6.4 billion take-private deal amid market volatility*. BNN Bloomberg. <https://www.bnnbloomberg.ca/morrison-postpones-6-4-billion-take-private-deal-amid-market-volatility-1.1690109>
- 3) Butler, S. (2021, June 22). *Labour urges government to protect Morrisons in potential private equity takeover*. The Guardian. <https://www.theguardian.com/business/2021/jun/22/labour-urges-government-to-protect-morrisons-in-potential-private-equity-takeover>
- 4) Butler, S. (2021, September 29). *Morrisons takeover battle moves to auction showdown*. The Guardian. <https://www.theguardian.com/business/2021/sep/29/morrisons-takeover-battle-moves-to-auction-showdown>
- 5) Butler, S. (2021, October 2). *Morrisons sale: US bidder CD&R wins £7bn auction for supermarket*. The Guardian. <https://www.theguardian.com/business/2021/oct/02/morrisons-sale-us-bidder-cdr-wins-7bn-auction-supermarket>
- 6) Butler, S. (2023, February 27). *Is private equity tearing the soul out of Morrisons?*. The Guardian. <https://www.theguardian.com/business/2023/feb/27/is-private-equity-tearing-the-soul-out-of-morrisons-supermarket>
- 7) CNBC. (2021, August 20). *Britain's Morrisons agrees to CD&R's \$9.54 billion takeover offer*. CNBC. <https://www.cnbc.com/2021/08/20/britains-morrisons-agrees-to-cdrs-9point54-billion-takeover-offer.html>

- 8) Faithfull, M. (2021, October 4). *Politicians warn against asset sell-off as CD&R set to buy Morrisons*. Forbes. <https://www.forbes.com/sites/markfaithfull/2021/10/04/politicians-warn-against-asset-sell-off-as-cdr-set-to-buy-morrisons/>
- 9) Financial Times. (2021, September 22). *UK supermarkets under siege from private equity*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/4d990b0f-2728-4126-adee-d4111aae7a45>
- 10) Financial Times. (2021, October 4). *Politicians warn against asset sell-off as CD&R set to buy Morrisons*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/10e54c35-e2cd-426e-9460-e5d3f091c978>
- 11) Financial Times. (2023, July 28). *Morrisons' future remains in doubt as financial pressures grow*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/b22a85ae-3d44-499c-a603-250ecb1158ef>
- 12) Financial Times. (2023, July 30). *Private equity faces scrutiny over Morrisons' financial struggles*. Financial Times. <https://www.ft.com/content/67e76ec3-5326-45ba-9c88-11ee0ea27a6e>
- 13) Fitch Ratings. (2023, November 29). *Fitch downgrades Market Holdco 3 Ltd. (Morrisons) IDR to 'B'; Stable outlook*. Fitch Ratings. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-market-holdco-3-ltd-morrisons-idr-to-b-stable-outlook-29-11-2023>
- 14) GOV.UK. (2021, June 22). *Morrisons purchase raises competition concerns over fuel*. GOV.UK. <https://www.gov.uk/government/news/morrisons-purchase-raises-competition-concerns-over-fuel>
- 15) Grocery Gazette. (2023, March 9). *Morrisons posts £700m loss following private equity buyout*. Grocery Gazette. <https://www.grocerygazette.co.uk/2023/03/09/morrisons-loss-equity-buyout/>

- 16) MarketScreener. (2022, October 28). *Wm Morrison Supermarkets Limited ha completato l'acquisizione dell'attività e dei beni di McColl's*. MarketScreener. <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/MCCOLL-S-RETAIL-GROUP-PLC-15885553/attualita/Wm-Morrison-Supermarkets-Limited-ha-completato-l-acquisizione-dell-attivita-e-dei-beni-di-McColl-s-42174875/>
- 17) MergerSight. (2021, October 3). *CD&R's £7bn acquisition of Morrisons*. MergerSight. <https://www.mergersight.com/post/cd-r-s-7bn-acquisition-of-morrisons>
- 18) Office for National Statistics. (2023). *Producer price inflation, UK*. Retrieved from <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/producerpriceinflation/february2023>
- 19) Office for National Statistics. (2023, June 30). *Cost of living insights: Transport*. <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/articles/costoflivinginsights/transport>
- 20) Office for National Statistics. (2021, July 23). *Retail sales, Great Britain: June 2021*. <https://www.ons.gov.uk/businessindustryandtrade/retailindustry/bulletins/retailsales/june2021>
- 21) Reuters. (2021, July 6). *Property, cash, Amazon: Why buyout firms are battling to buy UK's Morrisons*. Reuters. <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/property-cash-amazon-why-buyout-firms-are-battling-buy-uks-morrisons-2021-07-06/>
- 22) Reuters. (2021, August 16). *UK sale marks Britain's year of private equity buyouts*. Reuters. <https://www.reuters.com/business/uk-sale-britains-year-private-equity-buyouts-2021-08-16/>
- 23) Reuters. (2021, October 2). *CD&R wins £10 bln auction for UK supermarket Morrisons*. Reuters. <https://www.reuters.com/world/uk/cdr-wins-10-blm-auction-uk-supermarket-morrisons-2021-10-02/>

- 24) Reuters. (2021, October 5). *Britain's grocery LBO boom invites risky price war*. Reuters. <https://www.reuters.com/breakingviews/britains-grocery-lbo-boom-invites-risky-price-war-2021-10-05/>
- 25) Reuters. (2022, June 9). *CD&R's takeover of Britain's Morrisons gets final clearance*. Reuters. <https://www.reuters.com/markets/europe/cdrs-takeover-britains-morrisons-gets-final-clearance-2022-06-09/>
- 26) Sky News. (2023, August 16). *CD&R-backed Motor Fuel Group closes in on £2.5bn Morrisons deal*. Sky News. <https://news.sky.com/story/cdandr-backed-motor-fuel-group-closes-in-on-2-5bn-morrisons-deal-13054120>
- 27) Wall Street Journal. (2009, December 8). *Sources: Morrison's private equity discussions*. Wall Street Journal. <https://www.wsj.com/articles/BL-SOURCEB-19937>