



# **I contributo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione: quali evidenze dai casi di delisting**

## **The role of private equity for firms restructuring: the going private strategy**

**Vincenzo Capizzi, Stefano Caselli** - Università Bocconi – **Renato Giovannini** - Università Guglielmo Marconi – **Valerio Pesic** - Sapienza - Università di Roma

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di esaminare il ruolo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione delle imprese finalizzati alla creazione di valore, attraverso la considerazione di un campione di imprese europee che hanno effettuato delle operazioni di delisting durante il periodo 1998-2007, per le quali si analizzano le performance economico-finanziarie registrate, insieme con le variabili potenziali che possono aver giustificato tale scelta. Si evidenzia come la presenza di un investitore istituzionale sembri influire positivamente sulle performance a lungo termine, specialmente quando la società target è di grandi dimensioni e necessita di intraprendere un processo di ristrutturazione complesso.

*In this paper we consider the role of private equity for growth and restructuring processes, through the analysis of a comprehensive dataset of European going private deals during the period 1998-2007, for which we explore the post-transaction operating performance of companies gone private and potential variables that can explain this choice. We show that the presence of a private equity provider appears to positively affect long-term performance, especially when the target company is large and needs to embark on a complex restructuring process.*

### **1 Introduzione**

Negli ultimi due decenni molti autori hanno esaminato il ruolo del private equity nelle operazioni di buyout, evidenziandone le importanti ricadute per l'attuazione di operazioni di crescita e ristrutturazione finalizzate alla creazione di valore, con evidenze positive in termini di impatto sulla redditività e produttività delle imprese coinvolte in tali iniziative (Gilligan, Wright, 2008; Wright et al., 2007, 2009). In questa prospettiva, la letteratura economica ha evidenziato quanto tali operazioni possano generare dei ritorni significativi, tanto in termini di performance economico-finanziarie (Wright et al., 1996; Cumming, Walz, 2010; Nikoskelainen, Wright, 2007), quanto in termini di rendimenti per gli azionisti (Andrade, Kaplan, 1998; Halpern et al., 1999; Renneboog et al., 2007). Viceversa, una minore attenzione è stata dedicata alle potenziali criticità che possono derivare da tali operazioni, nel momento in cui i livelli di debito elevati possono condurre a difficoltà finanziarie, soprattutto nei casi in cui gli operatori di private equity tentano di massimizzare il loro ritorno economico, spingendo le società a pagare elevati dividendi, drenandone liquidità, ovvero portandole a un maggiore rischio di default.

La letteratura economica ha ampiamente discusso la positiva influenza che gli operatori di venture capital e private equity possono avere sulle performance azionarie delle imprese in sede di Ipo (Megginson, Weiss, 1991; Brav, Gompers, 1997; Jelic et al., 2005). Tuttavia, anche le operazioni di delisting, ovvero quelle per cui si registra un passaggio da circuiti ufficialmente regolamentati a circuiti privati di negoziazione del capitale azionario

Keywords: private equity, delisting, leveraged buy out, crescita, ristrutturazione

Jel codes: G32, G34





(Ptp - Public to private transactions), vedono la partecipazione soprattutto di operatori di private equity, che possono svolgere un ruolo fondamentale per garantire la buona riuscita di queste operazioni (Kaplan, 1991; Baker, Smith, 1998). In questo senso, la letteratura si riferisce generalmente alla capacità del private equity di supportare la riuscita di tali operazioni, anche attraverso il contributo fornito nel migliorare la reputazione delle imprese partecipate: la letteratura fa riferimento in questi termini all'«effetto certificazione» realizzato da tali operatori (Megginson, Weiss, 1991; Kester, Luehrman, 1995; Borisova, 2007). In particolare, questo ruolo è particolarmente rilevante nelle operazioni maggiormente complesse, come quelle di leveraged buyout di dimensioni significative, dove un track-record di precedenti successi del finanziatore costituisce un incoraggiamento per gli azionisti a impegnarsi nell'accordo, in quanto lo considerano come un possibile fattore di successo dell'operazione. In particolare, maggiore è la reputazione del fondo di private equity, più è probabile che gli azionisti si impegnino nella buona riuscita dell'operazione, soprattutto nel caso di operazioni di delisting realizzate tramite una consistente leva finanziaria.

Nonostante il ruolo positivo riconosciuto loro da una parte consistente della letteratura economica, occorre qui menzionare come gli operatori di private equity siano stati talvolta accusati di «depredare» le imprese oggetto di buyout, in quanto spesso si trovano a cedere gli asset delle imprese dopo l'operazione al fine di assicurare il pagamento del debito contratto: inoltre, gli operatori di private equity sono stati anche accusati di realizzare operazioni di ristrutturazione di imprese con impatti negativi sui livelli di occupazione, sulla retribuzione dei dipendenti e su altri aspetti di gestione delle risorse umane (Kaplan, Stein, 1993; Andrade, Kaplan, 1998; Hotchkiss et al., 2011). Allo stesso tempo, occorre menzionare come, nonostante l'aumento di operazioni di leveraged buyout rivelatesi dei fallimenti, non vi è stata ancora che poca enfasi nella letteratura economica per i potenziali rischi di queste tipologie di operazioni (Kaplan, Stein, 1993; Andrade, Kaplan, 1998; Hotchkiss et al., 2011).

Il presente lavoro considera il ruolo del private equity nella crescita delle imprese, attraverso la valutazione delle performance di un campione di società europee che hanno effettuato delle operazioni di delisting durante il periodo 1998-2007. Per realizzare tale analisi, vengono considerate le performance economico-finanziarie realizzate da tali imprese nel periodo oggetto dell'analisi, insieme con le variabili potenziali che possono aver giustificato tale loro scelta. L'analisi evidenzia come la presenza di un private equity possa influire positivamente soprattutto sulle performance a lungo termine, quando la società target è di grandi dimensioni e ha la necessità di intraprendere un processo di ristrutturazione complesso. Dall'analisi condotta, inoltre, emerge come il delisting, per le aziende con un complesso piano di crescita e ristrutturazione, sia una valida opzione per attuare le loro strategie in modo più efficace, lontano dall'attenzione dei mercati azionari. In particolare, si mostra come tale fenomeno sia particolarmente rilevante per le piccole imprese quotate, che considerano particolarmente oneroso intraprendere tali operazioni di ristrutturazione senza un adeguato sostegno del mercato. Il lavoro è organizzato nel seguente modo: il paragrafo 2 esamina la letteratura su private equity e leveraged buyout ai fini della ristrutturazione delle imprese; il paragrafo 3 descrive gli strumenti e le metodologie dell'analisi empirica; il paragrafo 4 presenta i principali risultati; il paragrafo 5 contiene alcune considerazioni conclusive.

## **2 Leveraged buy out e private equity: obiettivi ed effetti di creazione di valore nella letteratura economica**

**I leveraged buy out nella letteratura economica.** Tradizionalmente, si è sempre considerato come le società quotate godano di numerosi vantaggi rispetto alle imprese non





quotate, tra cui in particolare: la capacità di accedere ai mercati del capitale; la condizione di elevata esposizione mediatica; la possibilità di porre in essere una retribuzione del management basata su meccanismi di incentivi azionari. Tuttavia, durante l'ultimo decennio i vantaggi di essere una società quotata sono diminuiti, in quanto le condizioni di mercato e il nuovo quadro normativo hanno aumentato i costi e gli svantaggi di tale condizione: per questo motivo, le operazioni di delisting possono essere considerate come una modalità per gli investitori di eliminare alcuni di questi svantaggi, pur mantenendo il controllo della società.

La letteratura economica ha analizzato questo tipo di operazioni da diverse angolazioni, soprattutto con riferimento ai mercati Usa e Uk, in maniera tale da analizzarne le motivazioni, l'impatto sulla ricchezza delle diverse parti interessate, la creazione di valore nella fase post-accordo, la durata. In questo senso, la letteratura ha cercato di indagare le motivazioni sottostanti i delisting, confrontando le caratteristiche delle imprese delistate con quelle rimaste quotate (Jensen, 1989; Shleifer, Vishny, 1990; Mitchell, Mulherin, 1996; Wright et al., 2000; Renneboog et al., 2007). Più in particolare, alcuni autori fanno riferimento alle ipotesi di benefici fiscali sottostanti tali operazioni (Lowenstein, 1985; Kaplan, 1989a; Frankfurter, Gunay, 1992; Halpern et al., 1999), mentre altri si riferiscono all'ipotesi che la disponibilità di consistenti flussi di cassa renda vantaggioso ricorrere a operazioni di delisting, da finanziare tramite operazioni di leveraged buyout (Jensen, Meckling, 1976; Murphy, 1985; Jensen, 1986; Singh, 1990; Cotter, Peck, 2001).

L'ipotesi di difesa da potenziali scalate ostili suggerisce come il delisting rappresenti una misura di difesa anti-takeover (Lowenstein, 1985; Stulz, 1988), con cui gli amministratori possono sottrarsi al rischio di eventuali acquisizioni, soprattutto quando la pressione del mercato del controllo societario diventa più forte (Lehn, Poulsen, 1989; Halpern et al., 1999). Viceversa, un'altra parte della letteratura sottolinea come la condizione di sottovalutazione dell'impresa (Lowenstein, 1985; Schadler, Karns, 1990; Weir et al., 2005a) e gli oneri connessi alla quotazione (De Angelo et al., 1984; Lehn, Poulsen, 1989; Leuz et al., 2006; Engel et al., 2007) rappresentino ulteriori motivazioni in grado di indurre le imprese a effettuare un delisting.

Per quanto concerne le caratteristiche del processo di delisting, la letteratura economica distingue tra le diverse caratteristiche di queste operazioni, come l'esistenza di offerte parallele da diversi concorrenti (Lowenstein, 1985; Amihud, 1989; Easterwood et al., 1994), il ruolo svolto dai venture capital e private equity (Kaplan, 1991; Baker, Smith, 1998; Manigart et al., 2000; Jelic et al., 2005), la presenza di particolari clausole per la vendita (Freshfields et al., 2002; Berwin, 2003; Boone, Mulherin, 2003; Wright et al., 2007), la presenza di azionisti di controllo (Maupin, 1987; Song, Walkling, 1993; Halpern et al., 1999). Inoltre, la letteratura economica distingue anche tra i diversi effetti delle operazioni di delisting, in maniera tale da evidenziare gli eventuali guadagni realizzati da parte degli azionisti (De Angelo et al., 1984; Kaplan, 1989b; Lehn, Poulsen, 1989; Easterwood et al., 1994; Weir, Laing, 2003; Renneboog et al., 2005, 2007), ma anche gli eventuali fenomeni di espropriazione dei diritti degli investitori di minoranza (Amihud, 1989) o di altri portatori di interesse (Marais et al., 1989), quali gli obbligazionisti (Travlos, Cornett, 1993; Citron et al., 2003) e i dipendenti (Shleifer, Summers, 1988; Wright et al., 2009). Quindi, una consistente parte della letteratura considera i cambiamenti registrati nelle performance operative delle imprese oggetto di delisting, in maniera tale da esaminare cosa succede dopo l'uscita dal mercato quotato (Kaplan, 1989b; Singh, 1990; Muscarella, Vetsuypens, 1990; Long, Ravenscraft, 1993; Smart, Waldfogel, 1994; Weir et al., 2005b; Cressy et al., 2007; Cao, Lerner, 2009; Guo et al., 2009; Jelic, Wright, 2010). Infine, un'ultima parte della letteratura considera gli effetti che le diverse tipologie di operazioni di buyout





possono determinare per le ristrutturazioni aziendali (Easterwood, Seth, 1993; Smart, Waldfogel, 1994; Thompson, Wright, 1995): per questo motivo, in questo lavoro si è ritenuto particolarmente utile focalizzare l'attenzione sulle operazioni di delisting, considerando non soltanto il ruolo fondamentale che in tali operazioni generalmente assolvono gli operatori di private equity, ma evidenziando anche gli importanti effetti che tali iniziative sono in grado di generare per imprese, soprattutto di grandi dimensioni, interessate da profondi processi di ristrutturazione aziendale. In particolare, si ritiene che questi contributi possano fornire un supporto allo sviluppo della conoscenza di tale tematiche nel contesto del sistema economico e finanziario italiano, coerentemente con quanto evidenziato dalla letteratura economica che si è occupata di tale argomento (Forestieri, 2011; Bettinelli, Danovi, Fabrizi, 2010; Geranio, 2004).

**Il ruolo del private equity nei processi di value creation delle imprese.** La letteratura economica si riferisce tradizionalmente al private equity come all'attività di acquisizione di partecipazioni in società non quotate, finalizzata al conseguimento di un capital gain da realizzare attraverso diverse tipologie di investimenti che comprendono investimenti in capitale di rischio, acquisizioni e ristrutturazioni (Berger, Udell, 1998; Kaplan, Schoar, 2005; Blundell-Wignall, 2007). In questi termini, si ritiene che gli operatori di private equity siano in grado di apportare la disponibilità di capitale di rischio per le imprese più giovani, più piccole, più opache e relativamente ad alto rischio, come potrebbero essere le aziende con forte potenziale di crescita. Dall'altro lato, le operazioni di leveraged buyout sono di solito rivolte soprattutto verso imprese più mature, che presentano delle prospettive di potenziali miglioramenti in termini di efficienza operativa. In generale, le operazioni di buyout sono strutturate utilizzando una significativa leva finanziaria per l'acquisizione della società target, mentre gli asset dell'impresa acquisita vengono utilizzati come garanzia (Jensen, 1986; Cotter, Peck, 2001), ovvero come fonte dei necessari flussi di cassa per ripagare il debito. Il capitale proprio investito nelle imprese viene generalmente recuperato dall'investitore dopo 3-7 anni, attraverso la vendita della società ad altri acquirenti o ad altre società di private equity, ovvero attraverso la procedura di quotazione pubblica. In questi termini, occorre considerare come il contributo degli operatori di private equity non si sostanzia solamente nell'apporto di capitale, in quanto essi svolgono un ruolo rilevante anche in funzione delle competenze professionali e manageriali che apportano all'impresa partecipata: in questo senso, tali elementi possono essere particolarmente rilevanti nei processi di crescita e ristrutturazione di imprese, le quali possono essere effettuate attraverso diverse modalità, ma che talvolta prevedono la realizzazione di un delisting, così come sono quelle che ci accingiamo a prendere in considerazione in questo lavoro (Jensen, 1986; Wright et al., 2000; Jelic, Wright, 2010).

**L'opzione di delisting delle imprese.** Le operazioni di delisting possono essere particolarmente vantaggiose per quelle imprese quotate che, dovendo intraprendere un intenso processo di ristrutturazione, anche della base proprietaria, finalizzato alla creazione di valore, temono che questo possa influire negativamente sul proprio corso azionario: per questo motivo, in questi casi si può decidere di acquisire l'intero capitale sociale della società e successivamente l'uscita dal mercato (delisting), in maniera tale da evitare che il mercato possa condizionare la capacità dell'impresa di portare a termine le proprie strategie (Kaplan, 1989; Jensen, 1993; Thompson, Wright, 1995). Poiché tali operazioni sono di solito finanziate attraverso il ricorso a una considerevole leva finanziaria, la letteratura economica a volte si riferisce a esse con la nozione di leveraged buyout, per cui tali operazioni di delisting garantiscono l'opportunità per gli investitori di eliminare alcuni degli svantaggi di essere quotati, pur mantenendo il controllo della società (Lowenstein, 1985; De Angelo et al, 1984; Lehn, Poulsen, 1989; Cumming et al., 2007). In questo lavoro inten-





diamo evidenziare come la presenza di un operatore di private equity possa influire positivamente sulle prestazioni a lungo termine, specialmente quando la società target è grande e ha bisogno di intraprendere un processo di ristrutturazione complesso. Soprattutto, attraverso l'analisi delle operazioni di crescita e ristrutturazione, forniamo alcune evidenze che, per le aziende con piani di turnaround complessi, il delisting rappresenta una valida opzione per l'attuazione di tali strategie in modo più efficace rispetto alla permanenza sul mercato azionario: si tratta, in questi termini, di una serie di risultati che confermano quanto evidenziato in precedenza da parte della letteratura economica (Long, Ravenscraft, 1993; Guo et al., 2009; Weir et al., 2009).

### **3** Analisi empirica

**Costruzione del dataset.** Per svolgere la nostra analisi, è stato utilizzato il database Mergerstat, contenente la lista delle operazioni di delisting che hanno avuto luogo sia in Europa continentale che nel Regno Unito. Dopo aver raccolto informazioni su 975 transazioni realizzate tra il 1998 e il 2007, sono stati confrontati questi dati con il database One Banker Thomson e Factiva, in maniera tale da eliminare gli eventuali duplicati e le operazioni erroneamente classificate e definire un campione di 891 aziende delistate nel periodo. La disponibilità di dati finanziari post-delisting è stata poi verificata per mezzo di diversi database, a seconda del paese europeo di origine delle società. Infine, per le performance del settore e per altre informazioni finanziarie delle aziende, abbiamo usato Datastream e FactSet. L'intento principale è stato quello di costruire un insieme di società da utilizzare come benchmark nella nostra analisi. Purtroppo, nonostante la numerosità del campione iniziale, per un numero consistente delle imprese selezionate inizialmente si è riscontrata la mancanza di una serie di dati, poiché per alcune imprese non erano disponibili tutti i dati di bilancio, ovvero modifiche istituzionali ne hanno impedito il monitoraggio nel corso del tempo: questa circostanza ha ridotto la numerosità del campione finale, per cui si è ritenuto opportuno selezionare 3 campioni di imprese, da utilizzare per una serie di analisi su diversi orizzonti temporali.

In questi termini, in un primo campione di analisi, sono state inserite le imprese per cui si disponeva dei dati per un anno prima e un anno dopo il delisting: in questo modo, si è ritenuto di poter calcolare i cambiamenti nel breve periodo per il maggior numero possibile di operazioni, con 344 operazioni complessivamente disponibili dal 1998 al 2007. Successivamente, per evitare distorsioni o l'influenza di semplici cambiamenti nelle regole contabili nel corso dell'esercizio, prima e dopo l'operazione, è stato costruito un secondo campione comprendente le aziende per le quali erano disponibili dati per i tre anni prima e per i tre anni dopo il delisting: in questo modo, al fine di calcolare il cambiamento nel medio termine, abbiamo cercato di evidenziare la differenza esistente tra la media dei valori registrata nei tre anni pre-delisting e quella nei tre anni post-delisting, con un campione comprendente 246 operazioni, poste in essere tra il 1998 e il 2005. Infine, nel campione finale si è cercato di focalizzare l'attenzione sulle performance registrate nel lungo termine, per cui sono state considerate le imprese per cui si disponeva dei dati per tre anni pre-delisting e cinque anni post-delisting: questo campione comprende 176 operazioni, realizzate tra il 1998 e il 2003. In questi termini, ai fini di un'efficace rappresentazione del dataset utilizzato nel lavoro, nelle tavole da 1 a 3 sono riportati alcuni valori rappresentativi delle imprese considerate nei diversi orizzonti temporali, riclassificate rispettivamente in funzione dei 3 periodi considerati nell'analisi (tavola 1), della distribuzione geografica (tavola 2), del settore di operatività delle singole società considerate (tavola 3). Dalla let-



Tavola I

**Suddivisione del campione per periodi temporali**

	Sezione A - 1 anno pre e 1 anno post-delisting			Totale
	Primo Periodo (1998-2001)	Secondo Periodo (2002-2004)	Terzo Periodo (2005-2007)	
Numero di operazioni	175	93	76	344
% del Totale	50,87%	27,03%	22,09%	100,00%
Valore Medio (€ mil)	213,57	532,20	1.188,88	464,51
Valore Mediano (€ mil)	62,36	76,83	311,22	87,00
Valore Totale (€ mil)	34.541,22	46.634,20	80.164,86	161.340,28
% del Totale	21,41%	28,90%	49,69%	100,00%

	Sezione B - 3 anni pre e 3 anni post-delisting			Totale
	Primo Periodo (1998-2001)	Secondo Periodo (2002-2004)	Terzo Periodo (2005-2007)	
Numero di operazioni	145	77	24	246
% del Totale	58,94%	31,30%	9,76%	100,00%
Valore Medio (€ mil)	165,95	628,71	839,59	353,53
Valore Mediano (€ mil)	61,25	83,87	302,13	71,54
Valore Totale (€ mil)	23.440,64	44.478,30	20.150,16	88.069,10
% del Totale	26,62%	50,50%	22,88%	100,00%

	Sezione C - 3 anni pre e 5 anni post-delisting			Totale
	Primo Periodo (1998-2001)	Secondo Periodo (2002-2004)	Terzo Periodo (2005-2007)	
Numero di operazioni	145	31	NA	176
% del Totale	82,39%	17,61%	NA	100,00%
Valore Medio (€ mil)	165,95	427,69	NA	270,5
Valore Mediano (€ mil)	61,25	117,86	NA	54,79
Valore Totale (€ mil)	23.440,64	12.461,99	NA	35.902,63
% del Totale	65,29%	34,71%	NA	100,00%

Le Sezioni della tavola forniscono una rappresentazione del numero di operazioni, dei valori medi e dei valori mediани delle operazioni, per ciascuno dei periodi di tempo considerati nell'analisi. Le differenze nel numero di operazioni tra i tre campioni dipende sia dal numero di anni post-delisting necessari per l'analisi, sia dalla disponibilità dei dati nei database consultati.

tura delle suddette tavole si evidenzia l'eterogeneità del campione, soprattutto con riferimento ai paesi di appartenenza delle società oggetto di indagine: se tale situazione può rappresentare un fattore di condizionamento della presente analisi, occorre tuttavia rilevare che la difficoltà di ricondurre a uno specifico paese l'attività di operatori di private equity, con un profilo tipicamente internazionale, non ha consentito l'utilizzo di variabili di controllo in grado di discriminare tra i diversi sistemi legali del presente campione.

**Metodologia di analisi.** Per monitorare l'efficacia delle operazioni di delisting vengono considerate diverse variabili, utilizzate per misurare l'impatto sulle performance delle imprese, successivamente alla realizzazione dell'operazione. Più in particolare, ai fini dell'analisi, vengono prese in considerazione diverse variabili finanziarie, rappresentative delle performance aziendali, le quali nell'ambito del lavoro vengono differenziate e utilizzate come variabili dipendenti e indipendenti. Soprattutto, al fine di catturare più efficacemente l'effettivo beneficio apportato dal private equity, particolare attenzione viene dedicata alla necessità di considerare l'influenza dell'ambiente in cui l'impresa opera, confrontando la performance operativa pre e post-delisting, rispetto alla performance media delle imprese del settore nello stesso periodo. In questo modo, tale metodologia ci permette di isolare le componenti specifiche di ciascun settore e, in qualche modo, quelle relative all'evoluzione dei fenomeni nel tempo considerato. La nostra analisi utilizza la performance



Tavola 2

**Suddivisione del campione per distribuzione geografica**

	Sezione A - 1 anno pre e 1 anno post-delisting				Totale
	Europa Centrale	Europa Meridionale	Europa Occidentale	Europa Settentrionale	
Numero di operazioni	22	25	251	46	344
% del Totale	6,40%	7,27%	72,97%	13,37%	100,00%
Valore Medio (€ mil)	832,54	1.062,36	534,01	470,77	464,51
Valore Mediano (€ mil)	334,08	1.137,89	164,40	194,00	87,00
Valore Totale (€ mil)	16.378,27	9.707,54	119.377,65	17.562,51	163.025,97
% del Totale	10,05%	5,95%	73,23%	10,77%	100,00%

	Sezione B - 3 anni pre e 3 anni post-delisting				Totale
	Europa Centrale	Europa Meridionale	Europa Occidentale	Europa Settentrionale	
Numero di operazioni	18	17	176	35	246
% del Totale	7,32%	6,91%	71,54%	14,23%	100,00%
Valore Medio (€ mil)	1.016,76	628,09	475,92	290,77	354,21
Valore Mediano (€ mil)	260,79	619,87	177,78	217,63	71,54
Valore Totale (€ mil)	15.678,76	3.877,48	61.721,62	8.225,51	89.503,37
% del Totale	17,52%	4,33%	68,96%	9,19%	100,00%

	Sezione C - 3 anni pre e 5 anni post-delisting				Totale
	Europa Centrale	Europa Meridionale	Europa Occidentale	Europa Settentrionale	
Numero di operazioni	10	12	129	27	178
% del Totale	5,62%	6,74%	72,47%	15,17%	100,00%
Valore Medio (€ mil)	655,19	93,17	423,70	283,95	498,22
Valore Mediano (€ mil)	311,29	60,81	46,81	231,98	55,40
Valore Totale (€ mil)	5.310,88	806,19	37.038,42	5.798,37	48.953,86
% del Totale	10,85%	1,65%	75,66%	11,84%	100,00%

Le Sezioni della tavola forniscono una rappresentazione del numero di operazioni, dei valori medi e dei valori mediani delle operazioni, in funzione della distribuzione geografica delle operazioni. Nell'Europa Centrale sono considerati i seguenti paesi: Germania, Ungheria, Polonia e Svizzera. Nell'Europa Meridionale sono considerati i seguenti paesi: Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. Nell'Europa Occidentale sono considerati i seguenti paesi: Belgio, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Olanda, Regno Unito. Nell'Europa Settentrionale sono considerati i seguenti paesi: Danimarca, Finlandia, Norvegia, Svezia.

operativa aggiustata per il valore del settore: per fare questo, è stata utilizzata la classificazione di settore prevista dal codice di Standard Industrial Classification (Sic) che, per motivi riguardanti la disponibilità dei dati, è stata ricavata da Datastream, anche se per ragioni di coerenza e come ulteriore controllo, abbiamo messo a confronto la classificazione ottenuta in questo modo con quella creata originariamente da Mergerstat.

Le variabili finanziarie impiegate in questo studio sono state selezionate, entro i limiti della disponibilità dei dati, in modo da riflettere le dimensioni tradizionali di valutazione delle performance utilizzate in letteratura. Nel tentativo di fornire un profilo completo della redditività e dell'efficienza delle aziende da noi selezionate, abbiamo impiegato i seguenti indicatori finanziari. Il *Tasso di Crescita Medio delle Vendite* è utilizzato al fine di misurare la capacità dell'azienda di espandere la propria attività. Il rapporto *Risultato Operativo/Vendite*, ottenuto dal rapporto del reddito operativo (prima del risultato finanziario, oneri, tasse, ed escludendo gli elementi non correnti) sul totale delle vendite, è considerato come una misura di efficienza operativa della società, per cui maggiore è il rapporto, maggiore è il guadagno potenziale della società per ogni unità di vendita. Il rapporto *Tasse/Vendite* è utilizzato come peso degli oneri fiscali nell'anno precedente all'operazione sul volume delle vendite totali: questo rapporto viene considerato come una misura del ri-





Tavola 3

**Suddivisione del campione per distribuzione del settore di operatività**

	Sezione A - 1 anno pre e 1 anno post-delisting					Totale
	Intermedia- zione Finanziaria	Hotel, Ristorazione, Salute e Intratteni- mento	Edilizia, Industria e Manifattu- riero	Automo- bilistico, Beni e Servizi	Altri	
Numero di operazioni	17	33	147	120	27	344
% del Totale	4,94%	9,59%	42,73%	34,88%	7,85%	100,00%
Valore Medio (€mil)	1.299,51	1.439,20	390,75	535,76	244,89	464,51
Valore Mediano (€mil)	147,95	186,79	108,13	112,63	49,99	87
Valore Totale (€mil)	22.091,67	36.768,99	45.899,54	48.531,92	6.612,03	159.904,15
% del Totale	13,82%	22,99%	28,70%	30,35%	4,13%	100,00%

  

	Sezione B - 3 anni pre e 3 anni post-delisting					Totale
	Intermedia- zione Finanziaria	Hotel, Ristorazione, Salute e Intratteni- mento	Edilizia, Industria e Manifattu- riero	Automo- bilistico, Beni e Servizi	Altri	
Numero di operazioni	12	15	122	77	20	246
% del Totale	4,88%	6,10%	49,59%	31,30%	8,13%	100,00%
Valore Medio (€mil)	1548,55	283,38	365,45	312,71	308,22	354,21
Valore Mediano (€mil)	160,64	91,87	98,92	61,66	50,01	71,54
Valore Totale (€mil)	18.582,60	3.966,60	38.256,40	18.973,30	6.164,40	85.943,30
% del Totale	21,62%	4,62%	44,51%	22,08%	7,17%	100,00%

  

	Sezione C - 3 anni pre e 5 anni post-delisting					Totale
	Intermedia- zione Finanziaria	Hotel, Ristorazione, Salute e Intratteni- mento	Edilizia, Industria e Manifattu- riero	Automo- bilistico, Beni e Servizi	Altri	
Numero di operazioni	9	12	88	60	7	176
% del Totale	5,11%	6,82%	50,00%	34,09%	3,98%	100,00%
Valore Medio (€mil)	173,33	273,25	175,60	240,34	44,10	498,22
Valore Mediano (€mil)	173,33	60,00	71,45	42,54	50,03	55,4
Valore Totale (€mil)	1.559,97	3.058,74	14.972,58	10.936,89	308,70	30.836,88
% del Totale	5,06%	9,92%	48,55%	35,47%	1,00%	100,00%

Le Sezioni della tavola forniscono una rappresentazione del numero di operazioni, dei valori medi e dei valori mediani delle operazioni, in funzione della distribuzione delle operazioni per settore di operatività. Le imprese per le quali non è stato possibile identificare un settore appropriato sono state considerate nella categoria residuale (Altri).

sparmio fiscale, fortemente dipendente dalla struttura del capitale della società e dalla capacità del suo management di diversificare le necessità finanziarie e sfruttare lo scudo fiscale nella sua pienezza. Il rapporto *Vendite/Totale Attivo*, calcolato come totale delle vendite diviso il totale dell'attivo, viene considerato come una misura di efficienza dell'impresa nella gestione delle proprie attività in relazione alle entrate generate: dunque, più alto è questo rapporto, minore è l'investimento necessario per generare fatturato e, di conseguenza, maggiore è la redditività dell'impresa. Viceversa il *Roa*, calcolato come il risultato operativo diviso per il totale dell'attività, è utilizzato come indicatore di quanto sia redditizia la società. In questi termini, tale indicatore fornisce un'idea di quanto una gestione è efficiente attraverso l'uso dei suoi asset nel generare guadagni: più alto è il *Roa*, meglio è, perché la società sta guadagnando più soldi con meno investimenti.

Quindi, è stato utilizzato il rapporto *Capitale Circolante/Vendite*, determinato sulla base del capitale circolante, definito come crediti commerciali più magazzino meno debiti commerciali, rapportati al valore delle vendite. Tale indicatore è stato utilizzato per analizzare il rapporto tra il denaro utilizzato per finanziare le operazioni e le vendite che generano. In







senso generale, minore è il valore, meglio è, perché vuol dire che l'azienda sta generando tante vendite rispetto alle risorse che utilizza per il loro finanziamento. Tuttavia, il capitale circolante sul fatturato è anche una misura tradizionale delle difficoltà finanziarie. La diminuzione del capitale circolante può semplicemente derivare dalla caduta della liquidità per rimborsare il debito. Perciò è stato suddiviso il capitale circolante nei suoi tre aspetti (magazzino, crediti e debiti), che sono probabilmente una misura migliore di una migliore gestione di cassa, utilizzando i seguenti tre rapporti derivati: *Magazzino/Vendite*, *Crediti/Vendite* e *Debiti/Vendite*.

Quindi, è stato valutato il rapporto tra *Flussi di Cassa/Totale Attivo*, calcolato come flusso di cassa prima del fabbisogno finanziario, come riportato nel rendiconto finanziario, rapportato al valore di totale attivo. Poiché è un indice finanziario che misura come un'azienda è in grado di generare cassa dalla gestione corrente, maggiore è il rapporto maggiore è l'efficienza della società nel generare flussi finanziari. È stato calcolato il rapporto *Capital Expenditure/Vendite*, laddove il termine di Capital Expenditure (Capex) viene definito come la differenza tra il totale degli investimenti in immobilizzazioni materiali meno i disinvestimenti totali. Questo rapporto misura l'assorbimento per investimenti rispetto al totale delle vendite totali, per cui un valore alto è indicativo che l'azienda è chiamata a un impegno considerevole per finanziare la crescita. Infine, allo scopo di disporre di una variabile di controllo collegata alla dimensione aziendale, è stato calcolato il logaritmo dell'enterprise value (*Logev*) al momento del delisting.

In aggiunta alle variabili finanziarie, nell'analisi sono state individuate anche altre variabili attraverso le quali indagare se fattori particolari hanno avuto un impatto sulla performance finanziaria post-delisting. Al fine di individuare l'eventuale ruolo svolto dal private equity nelle operazioni di delisting, abbiamo definito la variabile PE, la quale rappresenta una variabile dummy che assume un valore 1 nel caso nell'operazione sia coinvolto un operatore di private equity, mentre assume valore 0 in caso contrario. Coerentemente con quanto presente nella letteratura, il coefficiente atteso è positivo a causa del know-how aggiuntivo che l'operatore di private equity è in grado di apportare, anche in funzione dell'importante ruolo svolto come responsabile e supervisore dell'operazione.

#### **4 L'evidenza empirica**

**L'impatto del PE sulle performance delle imprese.** Attraverso la nostra analisi, abbiamo cercato di valutare come le performance post-delisting possano essere spiegate con le caratteristiche dell'operazione. Per questo motivo, abbiamo innanzitutto valutato l'eventuale contributo fornito dal coinvolgimento di un operatore di private equity per il successo di queste operazioni. A questo proposito, la tavola 4 riassume i primi risultati di questa analisi, in maniera tale da mettere in relazione l'impatto del coinvolgimento del Private Equity con le altre due dimensioni, tempo e grandezza, che nella nostra analisi sono state considerate fondamentali. Più in particolare, in questo modo si è ritenuto di poter analizzare gli effetti che il private equity può determinare, nelle diverse prospettive temporali considerate, ma anche con riferimento alle differenti dimensioni delle imprese target. In questi termini, la prima riga di ogni orizzonte temporale riporta i coefficienti ottenuti eseguendo la regressione della variabile dummy per la presenza di un investitore di private equity (PE) e il delta dei diversi indicatori finanziari corretti per le performance del settore, per l'intero campione considerato. Effettuando questa analisi su tutti gli orizzonti di tempo considerati, si è considerato il ruolo svolto dal PE nei diversi periodi di tempo, prescindendo dalla valutazione della dimensione. La seconda riga di ogni orizzonte tempora-





Tavola 4

**Effetti del Private Equity sulle performance dei delisting**

Sezione A	Performance aggiustate per il settore	Risultato Operativo/Vendite	Tasse/Vendite	Vendite/Totale Attivo	Capitale Circolante/Vendite	CapEx/Vendite	Roa	Flussi di Cassa/Totale Attivo	Log Likelihood	Totale osservazioni
Breve Periodo	PE (Intero campione)	0.0376 (1.2295)	-0.4498 <sup>a</sup> (-5.2482)	0.1164 (0.4019)	0.0138 (0.3295)	-0.0001 (-0.1811)	0.0038 (0.1822)	0.0072 <sup>b</sup> (2.3523)	-206,8	344
	PE (Sopra la mediana)	0.0376 (1.2295)	-0.0379 <sup>b</sup> (-3.2087)	0.2346 (0.8243)	0.0023 (0.4257)	-0.0012 (-1.3667)	0.0236 (1.1800)	0.0061 <sup>b</sup> (2.0333)	-235,27	177
	PE (Sotto la mediana)	0.0376 (1.2295)	-0.7752 <sup>a</sup> (-7.5842)	0.2810 (0.8057)	0.0247 (0.5862)	0.0001 (0.3420)	-0.0162 (-0.6355)	0.0044 (1.1718)	-160,78	167
Sezione B	Performance aggiustate per il settore	Risultato Operativo/Vendite	Tasse/Vendite	Vendite/Totale Attivo	Capitale Circolante/Vendite	CapEx/Vendite	Roa	Flussi di Cassa/Totale Attivo	Log Likelihood	Totale osservazioni
Medio Periodo	PE (Intero campione)	0.0535 <sup>b</sup> (2.1083)	-0.5309 <sup>a</sup> (-4.0910)	0.0150 (0.0705)	-0.0047 (-0.8052)	0.0015 (0.7085)	0.0057 (0.3891)	0.0076 <sup>a</sup> (3.0721)	-150,71	246
	PE (Sopra la mediana)	0.0338 <sup>a</sup> (2.9704)	-0.6311 <sup>a</sup> (-4.6243)	0.5356 (0.1520)	-0.0292 <sup>a</sup> (-3.7269)	-0.0005 <sup>c</sup> (-1.9176)	0.0385 (1.1542)	0.0220 <sup>a</sup> (3.0711)	-142,59	134
	PE (Sotto la mediana)	0.0938 <sup>a</sup> (2.7537)	-0.8859 <sup>a</sup> (-5.5654)	0.2871 (0.9605)	-0.0189 <sup>b</sup> (-2.5346)	-0.0025 (-0.9229)	-0.0013 (-0.0588)	0.0311 (0.1578)	-114,96	112
Sezione C	Performance aggiustate per il settore	Risultato Operativo/Vendite	Tasse/Vendite	Vendite/Totale Attivo	Capitale Circolante/Vendite	CapEx/Vendite	Roa	Flussi di Cassa/Totale Attivo	Log Likelihood	Totale osservazioni
Lungo Periodo	PE (Intero campione)	0.0835 <sup>b</sup> (2.0709)	-0.2241 <sup>b</sup> (-2.2914)	0.0519 (0.3564)	-0.0035 (-0.5630)	0.0002 (0.0006)	0.0056 (0.3657)	0.0014 (0.1468)	-118,01	174
	PE (Sopra la mediana)	0.0767 <sup>a</sup> (3.5297)	-0.5458 <sup>b</sup> (-2.3003)	0.3709 <sup>c</sup> (1.9044)	-0.0548 <sup>a</sup> (-4.4302)	0.0160 <sup>a</sup> (2.9379)	0.0181 <sup>a</sup> (2.9023)	0.0209 <sup>c</sup> (1.6927)	-91,64	119
	PE (Sotto la mediana)	0.0685 <sup>c</sup> (1.7095)	-0.5246 <sup>b</sup> (-2.2591)	0.1721 (0.4535)	-0.0088 (-1.2524)	0.0141 (0.4717)	0.0188 (0.7717)	0.0081 (0.6900)	-107,45	55

Questa tavola mostra i risultati (coefficienti) ottenuti applicando il modello di probit binario per le diverse variabili di performance delle imprese. In questo caso, la variabile PE è la variabile dipendente: si tratta di una variabile dummy, che assume il valore di 1, se il PE è coinvolto nella transazione, e 0 altrimenti. La tabella è divisa in tre sezioni principali: a breve, a medio e a lungo termine. Per ogni sezione (periodo di tempo), si usano come variabili indipendenti le differenze (delta) tra le performance operative aggiustate per il settore, prima e dopo delisting. Ogni sezione viene successivamente divisa in tre sottosezioni, in maniera tale da considerare l'effetto della dimensione sui risultati della nostra analisi. La prima riga considera l'intero campione (per cui non viene presa in considerazione la dimensione), la seconda riga prende in considerazione tutte le osservazioni al di sopra del valore mediano dell'impresa, la terza riga considera tutte le osservazioni al di sotto della mediana. I numeri tra parentesi rappresentano la statistica-t. I valori di apice *a*, *b*, *c* denotano valori di significatività statistica al 1%, 5% e 10%.

le mostra i coefficienti ottenuti eseguendo la regressione della variabile PE e il delta dei diversi indicatori finanziari corretti per le performance del settore, considerando le società con un enterprise value al di sopra della mediana (considerato il valore al momento del delisting): in questo modo, si è cercato di cogliere l'effetto del coinvolgimento del private equity nelle operazioni di delisting delle imprese di dimensioni maggiori. Infine, per catturare l'impatto del private equity sulle performance delle piccole imprese, nella terza riga di ogni orizzonte temporale sono evidenziati i coefficienti ottenuti eseguendo la regressione della variabile PE e il delta dei diversi indicatori finanziari corretti per le performance del settore, considerando le società con un enterprise value al di sotto della mediana (considerato sempre il valore al momento del delisting).

Per quanto riguarda il breve periodo, nella prima riga della sezione A della tavola 4 si evidenzia che la presenza di un operatore di private equity, soprattutto nel caso di imprese di dimensioni più contenute, è maggiore nelle operazioni che registrano dei consistenti risparmi fiscali (il coefficiente è negativo e statisticamente significativo): viceversa, nel caso di imprese di maggiori dimensioni, la presenza di questi operatori è associata non solo alla riduzione del peso della tassazione, ma anche alla capacità di realizzare dei miglio-





menti in termini di capacità di creazione di flussi di cassa (coefficiente positivo e statisticamente significativo). Si tratta di una prima conferma, seppure marginale, del ruolo svolto da questi operatori in tale contesto: in questo senso, occorre precisare come per tutti gli altri indicatori non si ottengano coefficienti statisticamente significativi, mentre altre variabili di controllo, tra cui il valore dell'indebitamento delle società, non hanno evidenziato valori particolarmente significativi, per cui non sono state incluse nei risultati riportati nella tavola. Per questo motivo, saremmo propensi a concludere come, nel breve termine, il coinvolgimento di un operatore di private equity abbia solo un impatto positivo sul risparmio fiscale e, soltanto nel caso delle imprese più grandi, sulla capacità di generazione di cassa, per cui sembrerebbe confermata l'ipotesi che le imprese più grandi sono quelle che riescono maggiormente ad avvantaggiarsi della presenza del private equity.

Considerando la prospettiva del medio periodo, la sezione B della tavola 4 mostra che il coinvolgimento del private equity appare maggiormente significativo: in questi termini, dalla prima riga è possibile riscontrare come la presenza di un private equity sia maggiormente legata alla presenza di un miglioramento in termini del rapporto Risultato Operativo/Vendite e del rapporto Flussi di Cassa/Totale Attivo (evidenziano entrambi un coefficiente positivo e statisticamente significativo), con una riduzione del rapporto Tasse/Vendite. Soprattutto, nel caso delle imprese di maggiori dimensioni, è possibile notare come l'ulteriore vantaggio della presenza del private equity sia caratterizzato da una migliore gestione del capitale circolante e degli investimenti (il coefficiente è negativo e statisticamente significativo), al punto da far ritenere che questi operatori siano in grado di ottimizzare la gestione aziendale riducendo le necessità di capitale circolante e di Capital Expenditure. Viceversa, considerando le imprese di dimensioni minori, è possibile verificare come la presenza degli investitori in capitale di rischio sia legata soprattutto alla presenza di benefici fiscali e ottimizzazione della gestione del capitale circolante. Per questo motivo, è possibile concludere come nel medio termine gli operatori di private equity supportino con maggiore efficacia il miglioramento del margine operativo, oltre a contribuire positivamente alla riduzione delle imposte e al miglioramento della gestione di cassa, anche se, pure in questo frangente, sembra che siano le grandi imprese a beneficiare in maniera consistente degli interventi di questi operatori.

Nella sezione C della tavola 4, sono considerate le performance delle operazioni di delisting in un'ottica di medio-lungo termine: in questo modo, si evidenzia come il contributo degli investitori in capitale di rischio sia in grado di esprimere la propria efficacia soprattutto con il passare del tempo dall'operazione di delisting. In particolare, il contributo degli operatori di private equity sembra essere particolarmente rilevante per le imprese più grandi, in quanto la presenza di questi operatori è associata a significativi miglioramenti in termini di margini operativi e produttività, con dei miglioramenti rispettivamente in termini di Risultato Operativo/Vendite e Vendite/Totale Attivo (per entrambi coefficiente positivo e statisticamente significativo): allo stesso tempo, si registra una riduzione delle passività fiscali, del capitale circolante, mentre aumentano leggermente gli investimenti (il coefficiente è leggermente positivo, ma significativo) e si registra un impatto leggermente positivo sulla capacità di generazione di flussi di cassa. Come si aveva avuto modo di considerare anche con riferimento agli altri orizzonti temporali, minori risultano i benefici che si registrano per le imprese di dimensioni minori (con relativo effetto sul campione complessivo), con delle evidenze che si riscontrano soltanto in termini di effetto positivo limitato al risparmio fiscale e al miglioramento dei margini operativi.

**Il ruolo del private equity nei processi di value creation.** Come si è avuto modo di definire nella parte iniziale di questo lavoro, le operazioni di delisting rappresentano una potenziale via per il perseguimento di piani di ristrutturazione strategica e per migliorare la





posizione competitiva della società: questo è particolarmente vero per quelle società quotate, per le quali in taluni casi si può determinare una particolare difficoltà, nell'intraprendere importanti progetti di ristrutturazione che potrebbero non essere compresi dal mercato. In questi termini, il mercato penalizza spesso le aziende che intraprendono un tale processo che, anche se necessario e portatore di valore nel lungo termine, può deprimere la redditività di breve periodo. Una tale condizione è particolarmente problematica per le piccole imprese, che normalmente soffrono per la mancanza di interesse da parte di analisti e investitori istituzionali. Soprattutto, tale chiave di interpretazione delle possibili strategie sottostanti a una decisione di delisting appare particolarmente significativa per un dibattito all'interno del nostro sistema economico, per cui esiste un numero consistente di imprese che per diverse ragioni non ritengono opportuno approdare a una borsa valori, così come alcune problematiche rilevanti devono essere considerate con riferimento alla complessiva efficienza dei nostri mercati rispetto a quelli di sistemi finanziari maggiormente evoluti. Per meglio comprendere i razionali economici alla base di queste operazioni, occorre aggiungere che il processo di delisting è spesso guidato da un numero relativamente ristretto di investitori, tra cui spesso è presente uno specialista in acquisizioni aziendali, che organizza l'operazione e, soprattutto, coordina il gruppo di investitori privati: in questa maniera, attraverso il contributo di tali attori, queste aziende riescono a implementare il processo di ristrutturazione con maggiore successo rispetto alle pari quotate, in quanto hanno la possibilità di estendere i propri orizzonti di tempo e concentrarsi sul proprio core business piuttosto che sulla reazione del mercato.

Da questa prospettiva, se i delisting sono un veicolo efficace per l'attuazione di un piano di ristrutturazione complesso, le aziende che necessitano di tali ristrutturazioni avranno maggiori opportunità per migliorare le performance, e quindi un maggior margine di miglioramento rispetto ad altre società delistate: pertanto, ci aspettiamo una relazione positiva tra ristrutturazione, come motivazione per delistarsi, e miglioramenti nelle performance nella fase di post-delisting.

Per poter realizzare tale analisi, però, una scelta fondamentale riguarda i criteri da utilizzare per identificare le società quotate che decidono di delistarsi per ragioni di ristrutturazione: studi precedenti si sono basati su una variabile binaria dummy, con un valore pari a 1 nel caso si riscontrasse un premio per le azioni dell'azienda, mentre un valore pari a 0 veniva attribuito nel caso si registrasse uno sconto di prezzo. In questi termini, lo sconto di prezzo suggerirebbe che la società è in cattive condizioni finanziarie e i proprietari sono desiderosi di vendere, per cui le imprese acquistate con uno sconto dovrebbero evidenziare maggiori miglioramenti nella fase post-delisting. Indipendentemente dalla sua validità, questa metodologia, a nostro avviso, ha una distorsione fondamentale, perché il premio pagato non sempre riflette il valore reale dato dal compratore alla società target. Questo è il caso ad esempio di un'offerta obbligatoria, dove il prezzo pagato non può essere inferiore rispetto al prezzo medio ponderato del volume azionario degli ultimi 60 giorni prima dell'annuncio. Allo stesso modo, riteniamo che il premio calcolato sulla base del prezzo delle azioni dell'ultimo giorno di borsa prima dell'annuncio ufficiale non sia una misura affidabile, perché ignora la possibilità di fuga di informazioni o semplicemente voci sulla imminente operazione. In caso di mercato sufficientemente informato, il premio previsto è già incluso nel prezzo delle azioni dell'ultimo giorno di contrattazione prima dell'annuncio; inoltre, il premio pagato include anche potenziali costi di difficoltà finanziarie; infine, è possibile che una società, stabile dal punto di vista operativo, ma in difficoltà finanziarie, possa essere acquisita con uno sconto di prezzo. Dal momento che la nostra analisi si propone di individuare le aziende con scarsa performance operativa prima del delisting, e analizzare se dopo la transazione sono in grado di migliorare più delle altre, si è ritenuto di non





utilizzare il prezzo applicato all'operazione, ma di guardare direttamente ai miglioramenti operativi registrati tra prima e dopo il delisting.

In questi termini, i coefficienti nella tavola 5 mostrano come il coinvolgimento di un operatore di private equity in complessi processi di ristrutturazione abbia effetti positivi in termini di miglioramento dei margini di reddito operativo, riduzione delle imposte, aumento del Roa, aumento dei flussi di cassa generati. In particolare, dalla lettura della tavola 5 si nota come il coinvolgimento del private equity nel medio e lungo periodo abbia un effetto sul miglioramento dei margini operativi rispetto ai valori di settore. Inoltre, la capacità di generare flussi di cassa sembra essere nettamente migliorata nei casi di coinvolgimento del private equity. Pertanto, possiamo confermare la teoria che questi operatori, attraverso la loro competenza, siano in grado di operare un controllo più efficace sulla gestione delle società, aumentando anche la probabilità di vendita di asset non core (soprattutto per le grandi imprese). Possiamo quindi concludere, in modo simile agli studi precedenti, che il coinvolgimento di un operatore di private equity aumenti la probabilità che le imprese più grandi siano in grado di ridefinire il proprio core business in modo più efficace.

**Il pericolo di spoliazione delle imprese.** Come già accennato, indipendentemente dal ruolo svolto in tali operazioni, gli operatori di private equity sono stati spesso accusati di deprecare le aziende e di rivendere gli asset dopo le operazioni di leverage buyout. Inoltre, gli operatori di private equity sono stati spesso criticati per il raggiungimento di progetti di ristrutturazione all'interno delle imprese, con degli impatti negativi sui livelli di impiego, sulla retribuzione dei dipendenti e su altri fattori legati alla gestione delle risorse umane.

Nella nostra analisi, abbiamo individuato come le società sperimentino una significativa riduzione del totale delle attività, soprattutto nei primi tre anni dopo il delisting. Questo ovviamente contribuisce a generare dei rilevanti flussi di cassa e sarebbe il principale fattore relativo all'aumento della capacità di generare cassa, almeno nel breve e medio ter-

Tavola 5

#### Gli effetti del Private Equity per le ristrutturazioni aziendali

Delta (Media 3°, 4°, 5° anno post-delisting - Media 3 anni pre-delisting)	Risultato Operativo/Vendite	Tasse/Vendite	Roa	Flussi di Cassa/Totale Attivo	Log Likelihood
Coefficiente	0.0591 <sup>a</sup>	-0.5253 <sup>a</sup>	0.0363 <sup>c</sup>	0.0107 <sup>a</sup>	-184.35
PE (Sopra la mediana)	(4.0371)	(-5.7264)	(1.6477)	(3.1730)	

Questa tavola mostra i risultati (coefficienti) ottenuti applicando il modello probit binario. I risultati per i coefficienti che non sono risultati significativi non sono stati riportati. I numeri tra parentesi rappresentano la statistica-Z. I valori di apice a, b, c denotano valori di significatività statistica al 1%, 5% e 10%.

Tavola 6

#### Effetti del Private Equity sulla spoliazione delle imprese

	Cagr Totale Attivo tra il 1° e 3° anno post-delisting	Log Likelihood
PE (Sopra la mediana)	-2.4422 <sup>a</sup> (-4.0371)	-161.75
PE (Sotto la mediana)	-0.1083 <sup>c</sup> (-1.8240)	-121.99

La tavola rappresenta i risultati (coefficienti) ottenuti applicando il modello probit binario. Nella prima riga, la regressione è stata eseguita solo su osservazioni per le quali il relativo valore d'impresa era al di sopra della mediana. Nella seconda riga, la regressione è stata eseguita solo su osservazioni per le quali il relativo valore d'impresa era al di sotto della mediana. I numeri tra parentesi rappresentano la statistica-Z. I valori di apice a, b, c denotano valori di significatività statistica al 1%, 5% e 10%.





mine. La domanda che ci siamo posti è stata quella di verificare se la presenza di un private equity favorisca questo processo oppure no, perché il loro obiettivo sarebbe quello di scorporare le attività dal business e ridurre l'occupazione.

Per analizzare questo problema, è stata analizzata la relazione esistente tra la variabile dummy PE, relativa alla presenza del private equity, con il tasso di crescita del totale attivo delle imprese rispetto al valore del settore (dei primi tre anni dopo il delisting), sia per le imprese grandi che per le piccole. In questi termini, nel caso la presenza di un private equity aumentasse le vendite di asset, ci aspetteremmo un coefficiente negativo: la tavola 6 mostra che la partecipazione di un operatore di private equity in un'operazione di delisting ha un impatto negativo sulla crescita del totale attivo, soprattutto nel caso di grandi imprese. Si tratta di un valore che sembrerebbe avvalorare la tesi sopra esposta, ma che comunque riteniamo che possa anche essere interpretato in virtù di una potenziale riduzione dei costi di agenzia conseguiti con l'operazione, in grado di apportare dei miglioramenti sull'efficienza operativa, in quanto il valore non trova conferma nei valori di andamento dell'occupazione che, non registrando valori significativi, non sono stati esplicitati.

## **5 Conclusioni**

L'obiettivo di questo studio è stato quello di analizzare il ruolo del private equity nei processi di crescita e ristrutturazione delle imprese, attraverso la considerazione di un campione di società europee che hanno effettuato delle operazioni di delisting durante il periodo 1998-2007. Attraverso questa analisi, abbiamo offerto un contributo di avanzamento nella conoscenza della materia, evidenziando alcuni elementi che possono influenzare il successo di queste operazioni. In particolare, i nostri risultati mostrano che, nel complesso, l'esperienza delle società delistate comporta un leggero miglioramento rispetto alla loro situazione precedente, anche se i risultati sono in parte diversi in funzione degli orizzonti temporali considerati. Soprattutto, abbiamo evidenziato che gli operatori di private equity, grazie al più attento monitoraggio e alla loro competenza, sembrano influenzare positivamente le performance a lungo termine delle imprese: in particolare, il loro contributo sembra ancora più significativo quando la società target è grande e necessita di intraprendere un processo di ristrutturazione complesso. In questi termini, sembra emergere come questi operatori, svolgendo un ruolo chiave nel riallineare gli interessi degli azionisti e del management, siano in grado di aiutare le imprese grandi diversificate a ridefinire il loro core business, permettendo loro di generare dei miglioramenti superiori alla media. Inoltre, l'analisi condotta con riferimento alla tematica della ristrutturazione aziendale, ha evidenziato come le società con un piano di turnaround complesso possano utilizzare i delisting come una valida opzione per implementare le loro strategie in modo più efficace, fuori dal controllo del mercato azionario. Di difficile interpretazione risultano viceversa i risultati sulla tematica del pericolo di spoliazione delle imprese oggetto di delisting: in questi termini, i risultati dell'analisi evidenziano come nelle operazioni in cui è presente un operatore di private equity si registrino significative riduzioni in termini di totale attivo delle imprese. Si tratta di un risultato che, non confermato dall'andamento del costo del personale, potrebbe essere dettato da un miglioramento gestionale intrapreso da questi operatori, piuttosto che da un effetto di spoliazione delle imprese. In questi termini, riteniamo che nel prossimo futuro ulteriori ricerche su quest'ultimo aspetto possano costituire un interessante elemento per accrescere la conoscenza del fenomeno in oggetto.





## BIBLIOGRAFIA

- Amihud Y.** (1989), «Leveraged management buyouts and shareholders' wealth», in Amihud Y. (ed.), *Leveraged Management Buyouts*, Dow Jones-Irwin, Homewood (Ill.), pp. 3-34.
- Andrade G., Kaplan S.** (1998), «How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed», in *Journal of Finance*, 53, pp. 1443-1493.
- Baker G., Smith G.** (1998), *The New Financial Capitalists: KKR and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Berger A.N., Udell G.F.** (1998), «The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle» in *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 613-673.
- Berwin SJ** (2003), *Public-to-Private: An Overview*, SJ Berwin, London.
- Bettinelli C., Danovi A., Fabrizi E.** (2010), «Why do public firms go private in Italy?», in *Ir Top - Journal of Investor Relations*, 4, pp. 45-52.
- Blundell-Wignall, A.** (2007), *The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues*, Oecd Financial Market Trends.
- Boone A.L., Mulherin J.H.** (2003), *How are firms sold?*, Working paper, College of William and Mary.
- Borisova G.** (2007), *Does privatization affect the cost of debt? Evidence from the European Union*, Working paper, University of Oklahoma.
- Brav A., Gompers P.** (1997), «Myth or reality? The long-run performance of IPOs: Evidence from venture capital-backed companies», in *Journal of Finance*, 52, pp. 1791-1821.
- Cao J., Lerner J.** (2009), «The performance of reverse leveraged buyouts», in *Journal of Financial Economics*, 91, pp. 139-157.
- Citron D., Wright M., Ball R., Rippington F.** (2003), «Secured creditor recovery rates from management buy-outs in distress», in *European Financial Management*, 9, pp. 141-161.
- Coakley J., Hadass L., Wood A.** (2009), «UK IPO underpricing and venture capitalists», in *European Journal of Finance*, 15, pp. 421-435.
- Cotter J., Peck S.** (2001), «The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist», in *Journal of Financial Economics*, 59, pp. 101-147.
- Cressy R.C., Munari F., Malipiero A.** (2007), *Creative destruction? UK evidence that buyouts cut jobs to raise returns*, available at SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1030830>.
- Cumming D., Siegel D.S., Wright M.** (2007), «Private Equity, leveraged buyouts and governance», in *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 439-460.
- Cumming D., Walz U.** (2010), «Private equity returns and disclosure around the world», in *Journal of International Business Studies*, 41, pp. 727-754.
- De Angelo H., De Angelo L., Rice E.** (1984), «Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth», in *Journal of Law and Economics*, 27, pp. 367-386.
- Easterwood J., Seth A.** (1993), «Strategic restructuring in large management buyouts», in *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, pp. 25-37.
- Easterwood J., Singer R., Seth A., Lang D.** (1994), «Controlling the conflict of interest in management buyouts», in *Review of Economics and Statistics*, 76, pp. 521-522.
- Elfakhani S., Zaher T.** (1998), «The differential information hypothesis, institutional neglect and the small firm size effect: A possible explanation», in *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11, pp. 29-40.
- Engel E., Hayes R., Wang X.** (2007), «The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions», in *Journal of Accounting and Economics*, 44, pp. 116-145.
- Forestieri G.** (2011), *Corporate and investment banking*, Egea, Milano.
- Frankfurter G., Gunay E.** (1992), «Management buy-outs: The sources and sharing of wealth between insiders and outsiders», in *Quarterly Review of Economic and Finance*, 32, pp. 82-95.
- Freshfields Bruckhaus Deringer** (2002), *Public Takeovers in the UK*, Freshfields Bruckhaus Deringer, London.
- Geranio M.** (2004), *I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, Paper 7/04, Newfin Università Bocconi, Milano.
- Geranio M., Zanotti G.** (2010), «Equity markets do not fit all: An analysis of public-to-private deals in Continental Europe», in *European Financial Management*, forthcoming (18, 5, November 2012, pp. 867-895).
- Ghosh A.** (2001), «Does operating performance really improve following corporate acquisitions?», in *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 151-178.
- Gilligan J., Wright M.** (2008), *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*, Icaew, London.
- Goh J., Gombola M., Liu F.Y., Chou D.** (2002), *Going-private restructuring and earnings expectations: A test of the release of favorable information for target firms and industry rivals*, Working paper.
- Greene W.H.** (2000), *Econometric Analysis*, 4th ed., Prentice Hall, Upper Saddle River (NJ).
- Guo S., Hotchkiss E., Song W.** (2009), «Do buyouts (still) create value?», in *Journal of Finance*, forthcoming (66, 2, April 2011, pp. 479-517).
- Halpern P., Kieschnick R., Rotemberg W.** (1999), «On the heterogeneity of leveraged going private transactions», in *Review of Financial Studies*, 12, pp. 281-309.
- Hardin J.W., Hilbe J.M.** (2001), *Generalized Linear Models and Extensions*, Stata Press, College Station (TX).
- Harris R., Siegel D., Wright M.** (2005), «Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom», in *Review of Economic and Statistics*, 87, pp. 148-153.
- Healy P., Palepu K., Rubak R.** (1992), «Does corporate performance improve after mergers?», in *Journal of Financial Economics*, 31, pp. 135-175.
- Hotchkiss E., Strömberg P.J., Smith D.C.** (2011), *Private Equity and the Resolution of Financial Distress*, available at SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1787446>.
- Hsieh S., Jerris S.I., Kross W.** (1999), «Quarterly earnings announcements and market risk adjustments», in *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, pp. 313-326.
- Jelic R., Saadouni B., Wright M.** (2005), «Performance of private to public MBOs: The role of venture capital», in *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 643-682.





- Jelic R., Wright M.** (2010), «Exits, performance, and late stage private equity: The case of UK management buy-outs», in *European Financial Management*, forthcoming (17, 3, June 2011, pp- 560-593).
- Jensen M.C.** (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», in *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- (1989), «The eclipse of the public corporation», in *Harvard Business Review*, 67, pp. 61-74.
- (1993), «The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems», in *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.
- Jensen M.C., Meckling W.** (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», in *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kaplan S.N.** (1989a.), «Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value», in *Journal of Finance*, 44, pp. 611-632.
- (1989b), «The effects of management buyouts on operating performance and value», in *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 217-254.
- (1991), «The staying power of leveraged buyouts», in *Journal of Financial Economics*, 29, pp. 287-313.
- Kaplan S.N., Schoar A.** (2005), «Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows», in *Journal of Finance*, 60, pp. 1791-1823.
- Kaplan S.N., Stein J.C.** (1993), *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure*, Nber Working Paper Series.
- Kester C.W., Luehrman T.A.** (1995), «Rehabilitating the Leveraged Buyout», in *Harvard Business Review*, 73, pp. 119-130.
- Kieschnick R.L.** (1998), «Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited», in *Journal of Business Finance and Accounting*, 25, pp. 187-202.
- Lehn K., Poulsen A.** (1989), «Free cash flow and stockholder gains in going private transactions», in *Journal of Finance*, 44, pp. 771-788.
- Leuz C., Burgstahler D., Hail L.** (2006), «The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms», in *The Accounting Review*, 81, pp. 983-1016.
- Long W.F., Ravenscraft D.J.** (1993), *The financial performance of whole company LBOs*, US Bureau of Census Discussion Paper CES 93-16.
- Lowenstein L.** (1985), «Management buyouts», in *Columbia Law Review*, 85, pp. 730-784.
- Manigart S., De Waele K., Wright M., Robbie K., Desbrieres P., Sapienza H., Beeckman A.** (2000), «Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: A comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland», in *European Financial Management*, 6, pp. 389-403.
- Marais L., Schipper K., Smith A.** (1989), «Wealth effects of going private for senior securities», in *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 155-191.
- Maupin R.** (1987), «Financial and stock market variables as predictors of management buy outs», in *Strategic Management Journal*, 8, pp. 319-327.
- Meggison W.L., Weiss K.A.** (1991), «Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings», in *Journal of Finance*, 46, pp. 879-903.
- Mitchell M., Mulherin H.** (1996), «The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity», in *Journal of Financial Economics*, pp. 193-229.
- Murphy K.J.** (1985), «Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis», in *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 11-42.
- Muscarella C.J., Vetsuypens M.R.** (1990), «Efficiency and organizational structure: A study of reverse LBOs», in *Journal of Finance*, 45, pp. 1389-1413.
- Nikoskelainen E., Wright M.** (2007), «The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts», in *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 511-537.
- Renneboog L.D.R., Simons T., Wright M.** (2005), «Leveraged public to private transactions in the UK», in *Discussion Paper*, 60, Tilburg University, Center for Economic Research.
- (2007), «Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation», in *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 591-628.
- Sahlman W.A.** (1990), «The structure and governance of venture-capital organizations», in *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 473-521.
- Schadler F.P., Karns J.E.** (1990), «The unethical exploitation of shareholders in management buyout transactions», in *Journal of Business Ethics*, 9, pp. 595-602.
- Shleifer A., Summers C.H.** (1988), «Breach of trust in hostile takeovers», in Auerbach A.J. (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 33-56.
- Shleifer A., Vishny R.** (1990), «The takeover wave of the 1980s», in *Science*, 17, pp. 745-749.
- Singh H.** (1990), «Management buyouts and shareholder value», in *Strategic Management Journal*, 11, pp. 111-129.
- Smart S.B., Waldfogel J.** (1994), «Measuring the effect of restructuring on corporate performance: The case of management buyouts», in *Review of Economics and Statistics*, 76, pp. 503-511.
- Song M.H., Walkling R.A.** (1993), «The impact of managerial ownership on acquisition attempts and target shareholder wealth», in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, pp. 439-457.
- Stulz R.** (1988), «Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control», in *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 25-54.
- Thompson S., Wright M.** (1995), «Corporate governance: The role of restructuring transactions», in *Economic Journal*, 105, pp. 690-704.
- Travlos N.G., Cornett M.M.** (1993), «Going private buyouts and determinants of shareholders' returns», in *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 8, pp. 1-25.
- Weir C., Jones P., Wright M.** (2009), *Public to private transactions, private equity and financial health in the UK: An empirical analysis of the impact of going private*, Cmbor Occasional Paper.
- Weir C., Laing D.** (2003), «Ownership structure, board composition and the market for corporate control in the UK: An empirical analysis», in *Applied Economics*, 29, pp. 579-611.







**Weir C., Laing D., Wright M.** (2005a), «Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK», in *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 909-944.

- (2005b), «Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private», in *Applied Financial Economics*, 15, pp. 947-961.

**Wright M., Bacon N., Amess K.** (2009), «The impact of private equity and buyouts on employment, remuneration and other HRM practices», in *Journal of Industrial Relations*, 51, pp. 501-515.

**Wright M., Robbie K., Chiplin B., Albrighton M.** (2000), «The development of an organisational innovation: Management buy-outs in the UK 1980-97», in *Business History*, 42, pp. 137-184.

**Wright M., Weir C., Burrows A.** (2007), «Irrevocable commitments, going private and private equity», in *European Financial Management*, 13, pp. 757-775.

**Wright M., Wilson N., Robbie K., Ennew C.** (1996), «An analysis of management buy-out failure», in *Managerial and Decision Economics*, 17, pp. 57-70.

**Wruck K.H.** (1990), «Financial distress, reorganization and organizational efficiency», in *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 419-444.

