

Alfonso Del Giudice

**GOING PRIVATE
TRANSACTIONS**

**Perché le società
abbandonano la Borsa**

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Alfonso Del Giudice

**GOING PRIVATE
TRANSACTIONS**

**Perché le società
abbandonano la Borsa**

FrancoAngeli

Il volume ha beneficiato dei preziosi suggerimenti forniti dal prof. Lorenzo Caprio, dal prof. Massimo Belcredi e dal dott. Ettore Croci. Li ringrazio infinitamente per il loro sostegno e per i loro numerosi commenti.

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione	pag.	9
1. <i>Going private</i>: un'introduzione	»	13
1.1. Introduzione	»	13
1.2. Definizioni	»	21
1.3. La ricchezza per gli azionisti generata in un <i>going private</i> e le sue fonti	»	23
1.4. Le ondate di <i>going private</i>	»	30
1.4.1. Breve cronaca delle <i>going private transactions</i> degli anni '80	»	32
1.4.2. Cosa sappiamo delle <i>going private transactions</i> degli anni '80	»	35
1.4.3. L'ondata 1997-2008	»	38
1.4.4. Le critiche alla seconda ondata e le principali verifiche empiriche	»	40
1.5. Cenni agli aspetti legali delle transazioni che portano al <i>going private</i>	»	43
1.5.1. La normativa negli Stati Uniti	»	45
1.5.2. La normativa in Europa	»	50
1.5.3. Stati Uniti ed Europa: similitudini e differenze	»	53
1.6. Conclusioni	»	55
2. <i>Management buy-out</i> e acquisizioni ostili	»	59
2.1. Introduzione	»	59
2.2. Il <i>moral hazard</i> nel conflitto tra manager e azionisti	»	63
2.3. Il ruolo del board	»	66
2.4. L'attivismo degli investitori: cenni	»	68
2.5. Acquisizioni ostili e <i>going private</i>	»	69
2.5.1. Acquisizioni ostili e flussi di cassa disponibili	»	70

2.5.2. Cosa accade al board e al CEO dopo un'acquisizione ostile	pag.	72
2.5.3. Il caso RJR Nabisco	»	74
2.5.4. Commento al caso RJR Nabisco	»	78
2.5.5. Conclusioni	»	80
2.6. <i>Management buy-outs</i>	»	81
2.6.1. Asimmetria informativa	»	82
2.6.2. MBO come strumento anti <i>takeover</i>	»	85
2.6.3. L'incremento dell'efficienza	»	86
2.6.4. Performance operative dei <i>management buy-out</i>	»	88
2.6.5. Exit trend ed effetti post-exit dei <i>management buy-out</i>	»	89
2.6.6. Conclusioni	»	91
2.7. Conclusioni	»	92
3. Insider e outsider: teorie dell'espropriazione ed evidenza empirica	»	95
3.1. Introduzione	»	95
3.2. Il debito	»	96
3.2.1. Il debito come meccanismo di governance e i suoi limiti	»	96
3.2.2. Il debito nelle <i>going private transactions</i> e l'effetto sui rendimenti degli obbligazionisti preesistenti	»	98
3.2.3. Rendimenti degli obbligazionisti e MBO	»	101
3.2.4. Gli sponsor: <i>private equity</i> e <i>club deal</i>	»	102
3.2.5. La struttura del finanziamento e la tipologia delle obbligazioni	»	104
3.2.6. Conclusioni	»	106
3.3. I dipendenti	»	107
3.4. Gli azionisti di minoranza	»	110
3.5. L'erario	»	113
3.6. Il caso speciale delle <i>family firms</i>	»	114
3.7. Conclusioni	»	116
4. Borse, investitori istituzionali e <i>private equity</i> nelle decisioni che portano al <i>going private</i>	»	120
4.1. Introduzione	»	120
4.2. Le Borse e la partecipazione degli investitori istituzionali	»	124
4.3. Differenze tra gli investitori istituzionali	»	128
4.4. Il modello di Boot (2008)	»	132
4.5. La visibilità finanziaria	»	136

4.6. Il ruolo del <i>private equity</i>	pag.	138
4.6.1. Struttura e funzionamento di un PE	»	139
4.6.2. Il finanziamento di un'acquisizione	»	140
4.6.3. L' <i>exit strategy</i>	»	141
4.6.4. Creazione di valore e critiche al PE	»	142
4.6.5. I rendimenti del PE	»	148
4.6.6. Conclusioni	»	150
4.7. Conclusioni	»	151
5. Conclusioni	»	153
Bibliografia	»	157

PRESENTAZIONE

Il crescente numero delle società che abbandonano volontariamente la Borsa ha stimolato il dibattito, non solo scientifico, sulle motivazioni di questa decisione.

Il fenomeno non è nuovo: un'ondata di *going private* caratterizzò il mercato statunitense degli anni '80 ed ebbe come oggetto grandi corporation mature con ingenti flussi di cassa disponibili e scarse opportunità di crescita. La motivazione prevalente di quelle transazioni era legata alla riduzione dei costi di agenzia, particolarmente onerosi in società ad azionariato frammentato e che, in quella decade, necessitavano di ristrutturazioni per poter affrontare meglio la crescente competizione del mercato globale e gli *shock* indotti dall'innovazione tecnologica. I flussi di cassa disponibili, impiegati in modo più efficiente, e il *downsizing* dei grandi gruppi conglomerati consentivano il raggiungimento degli obiettivi di attenuazione dei costi di agenzia e miglioramento della posizione competitiva della società.

In comune con quell'ondata, però, i *going private* recenti non hanno molto. Innanzitutto essi sono un fenomeno non più relegato soltanto agli Stati Uniti e, in parte, al Regno Unito, ma si sono rapidamente diffusi anche in Europa nel decennio precedente la crisi finanziaria (1997-2007). In secondo luogo, le società che optano per un *going private* hanno caratteristiche per alcuni versi opposte a quelle oggetto di acquisizione nella decade 1980-1989: si tratta di società giovani, spesso ad azionariato concentrato, di dimensione contenuta, con scarsi flussi di cassa disponibili e elevate opportunità di crescita. La ben nota e consolidata letteratura scientifica, che inquadrava il *going private* nell'ambito della teoria dell'agenzia, fornisce un modello d'interpretazione scarsamente applicabile a queste recenti transazioni. Il lavoro di Alfonso Del Giudice si pone l'obiettivo di illustrare i

principali risultati degli studi più recenti condotti sui *going private* non solo statunitensi e verificare quali siano le connessioni tra le decisioni delle società ed il ruolo delle Borse e degli investitori istituzionali. Infatti, il raccordo tra il *going public* e il *going private* sembra legato alla difficoltà per alcuni tipi di società, con le caratteristiche descritte in precedenza, di attirare l'attenzione degli investitori, in particolare di quelli istituzionali, e poter utilizzare il mercato azionario allo scopo di finanziare la crescita in modo alternativo all'uso del debito. Le motivazioni di questa mancanza di interesse sono riconducibili alla scarsa visibilità finanziaria delle società più piccole ma anche alle mutate esigenze degli investitori istituzionali, i quali sono sempre meno orientati a detenere partecipazioni azionarie rilevanti e per un periodo di tempo medio-lungo. La mancanza d'interesse riduce la liquidità dei titoli quotati e, di conseguenza, anche il loro valore. La sottovalutazione percepita dal management è uno degli elementi più importanti a supporto delle transazioni più recenti che conducono al *going private*. Attraverso tale opzione, le società cercano dei partner finanziari più adeguati a sostenere la crescita economica dell'impresa, come ad esempio i fondi di *private equity*.

Le principali preoccupazioni, a riguardo di queste transazioni, sono di due tipi: 1) la potenziale espropriazione ai danni degli altri stakeholder aziendali, quando il promotore è un insider della società; 2) il venir meno del ruolo della Borsa, anche come strumento attivo di vigilanza sull'operato delle società. L'autore sembra convinto del fatto che entrambe le preoccupazioni appaiano poco fondate. In primo luogo, egli presenta una ricca evidenza empirica a supporto della tesi che il *going private* genera valore per l'impresa attraverso incrementi di efficienza operativa, senza danneggiare gli altri portatori d'interessi. In secondo luogo, circa il venir meno del ruolo della Borsa, la sensazione è che il processo del *going private* vada sempre inquadrato in prospettiva storica, per cui molte delle società che attualmente sono state condotte nelle mani di un unico azionista e gestite come non quotate, probabilmente ritorneranno al mercato azionario. Infatti l'exit strategy della ri-quotazione attraverso un *secondary IPO* è una di quelle maggiormente considerate, per cui molte delle società che attualmente sono state oggetto di acquisizione potrebbero nell'arco di qualche anno tornare alla Borsa avendo una dimensione maggiore e una governance più indicata ad attirare l'interesse degli investitori istituzionali.

Resta il fatto che certamente, dopo decenni in cui si è insistito sulla importanza per l'economia italiana di un maggiore accesso delle nostre imprese di media dimensione al mercato borsistico, la constatazione delle profonde motivazioni economiche della recente ondata di *going private* induce a qualche elemento di riflessione. Come notato da Del Giudice, un elemento che ha reso più intenso il fenomeno è la crescita dei costi della permanenza in borsa, dovuta alle norme sempre più articolate volte a garanzia di una più corretta corporate governance, introdotte dopo gli scandali finanziari degli anni 2000, che risultano molto onerose per imprese di non grande dimensione. Almeno per questa categoria di imprese, quindi, viene implicitamente da questa monografia anche un invito a ripercorrere criticamente il percorso regolamentare degli ultimi anni.

Lorenzo Caprio

1. GOING PRIVATE: UN'INTRODUZIONE

1.1. Introduzione

Il fenomeno del *delisting* ha assunto proporzioni così rilevanti da interessare non soltanto il dibattito accademico ma anche la stampa specializzata¹. I titoli allarmistici di alcuni articoli riflettono una situazione particolarmente difficile soprattutto per i listini anglo-americani. Tra il 1997 e il 2011, il NASDAQ² e NYSE³ hanno perso oltre un terzo delle società quotate. Nello stesso periodo, il London Stock Exchange (LSE) ha perso in media 334 società l'anno, con picchi di 428 e 405 *delisting* rispettivamente nel 2006 e nel 2008, contro una media annua di 310 nuove ammissioni (*initial public offerings*, IPO). Le altre Borse europee hanno avuto un numero più contenuto di *delisting* ma comunque rilevante: Deutsche Börse ha perso in media ogni anno 70 società, contro 68 IPO; Borsa Italiana ha perso 17 società l'anno, contro 23 IPO⁴. Probabilmente questi mercati risentono del fatto che il fenomeno ha attecchito da meno tempo e, nei prossimi anni, può essere foriero degli stessi effetti sperimentati dalle borse anglo-americane.

¹ Salmon Felix, "Wall Street's Dead End?", *The New York Times*, 13 febbraio 2011; Ferri Rick, "The Incredible Shrinking Market", *Forbes*, 10 marzo 2011.

² Il NASDAQ dal 2005 si è fuso con OMX Nordic Exchange, che conteneva i listini di Copenhagen, Helsinki, Stoccolma, Reykjavík, Riga, Tallinn e Vilnius.

³ NYSE (New York Stock Exchange) dal 2009 include anche il listino American Stock Exchange. Complessivamente NASDAQ e NYSE avevano raggiunto il picco di 7.495 società quotate nel 1997. Al dicembre 2011, tale numero è sceso a 4.979. Nel quarto capitolo saranno presentate le evidenze complete su IPO e *delisting* di questi mercati azionari.

⁴ Borsa Italiana si è fusa con il London Stock Exchange nel 2009. I dati su IPO e *delisting* sono tratti dalla World Federation of Exchange, all'indirizzo: <http://www.world-exchanges.org/statistics>.

Quello che caratterizza la recente ondata di *delisting* è l'elevata presenza di *going private transactions*, ovvero di operazioni, organizzate spesso da insider della società, cioè manager o azionisti di controllo, che mirano a rilevare l'intero capitale azionario, determinando la cancellazione del titolo dal listino, e a continuare l'attività d'impresa in forma non quotata. La realizzazione di questo tipo di operazione prefigura un abbandono volontario della quotazione, con conseguente rinuncia ai benefici che da essa si speravano. Il tema del *going private* non è nuovo, giacché un'ondata analoga caratterizzò gli Stati Uniti tra il 1980 e il 1989 ed è stata fonte di ampia e approfondita ricerca. La motivazione prevalente di quei *going private*, sostenuta in diversi scritti da Jensen (1986, 1988, 1989a, 1989b) e che ha trovato ampio riscontro nella letteratura empirica successiva che sarà presentata nel corso del volume, ricadeva nell'ambito della teoria dell'agenzia, per cui il mercato, attraverso intermediari specializzati, realizzava le acquisizioni dell'intero capitale azionario (*buy-out*) agendo come forza esterna a correzione delle inefficienze della governance societaria, principalmente causate dal disallineamento d'interessi tra management e azionisti. I costi di agenzia originati dalla divergenza d'interessi tra proprietà e controllo di una società quotata non erano certo una peculiarità degli anni '80: da Berle e Means (1932) a Jensen e Meckling (1976), un'ampia letteratura aveva evidenziato e formalizzato il problema. Tuttavia, gli anni '80 erano caratterizzati da una condizione di espansione economica e basso costo del denaro che rendeva i costi d'agenzia molto elevati, consegnando nelle mani del management una rilevante quota di liquidità disponibile. L'utilizzo improprio dei flussi di cassa disponibili era, infatti, il principale costo del disallineamento d'incentivi tra manager e azionisti. In quegli anni, la spinta alla modernizzazione tecnologica e alla competizione di un mercato che si andava sempre più globalizzando implicava un corretto uso delle risorse e una maggiore attenzione al core business societario. Le ragioni dei *going private* degli anni '80 erano, dunque, legate a operazioni spesso ostili (il 57% del totale, secondo Mitchell e Muhlerin, 1996), motivate dall'obiettivo di utilizzare i flussi di cassa disponibili per ristrutturare la società. L'operazione di ristrutturazione, soprattutto dei grandi gruppi conglomerati, passava spesso attraverso dismissioni di attività non strategiche che comportavano un ridimensionamento delle società: pertanto, il *delisting* garantiva la tranquillità di operare tagli senza la pressione del mercato azionario e delle sue esigenze informative.

L'ondata successiva di cui ci occupiamo oggi è iniziata alla fine degli anni '90 ed è stata interrotta dalla crisi finanziaria del 2008. Ci sono segni di ripresa dell'attività nel 2010 e 2011. Molti di questi *going private* non sono ancora giunti a un exit, dato che molte delle società oggetto di queste acquisizioni sono tuttora nella proprietà di chi ha condotto l'operazione e ciò impedisce di fare dei ragionamenti completi sul ciclo della transazione. Tuttavia, un buon numero di operazioni compiute e la loro successiva performance operativa ha consentito alla ricerca empirica di rispondere ad alcuni interrogativi. Il primo fra tutti è se per queste acquisizioni sono valide le stesse ragioni che hanno motivato quelle degli anni '80. Jensen *et al.*, (2006) rilevano come le motivazioni alla base di questa seconda ondata sono da ricercarsi più nel bisogno di un supporto operativo che di una ristrutturazione finanziaria o della governance societaria. La teoria dell'agenzia non sembra essere più sufficiente a motivare il ritorno del *going private* in modo così sistematico. E, di conseguenza, neanche le motivazioni legate all'incremento del debito, largamente utilizzato nelle acquisizioni degli anni '80 e utile strumento di disciplina dei comportamenti manageriali, sembrano avere la stessa rilevanza del passato. Quel che Jensen indica con la locuzione «*operational engineering*» riflette, in particolare, il ruolo degli intermediari finanziari specializzati nelle acquisizioni di questo tipo: i fondi di *private equity*. A differenza degli specialisti in *leveraged buy-out* (LBO) degli anni '80, che utilizzavano l'indebitamento come strumento di incentivo e affiancavano le società acquisite attraverso il *monitoring* delle attività manageriali con board più efficienti, il *private equity* che accompagna le società fuori dal mercato azionario fornisce alle stesse maggiori attenzioni sugli aspetti delle *operations*. Dal *monitoring* del management e del board, si passa ad un'attività di sostegno del business che è molto più simile a quella di un *venture capitalist* (Barontini e Caprio, 2000). Bharat e Dittmar (2010), ragionando su questo punto, analizzando a ritroso la decisione del *going private* esplorando le motivazioni di un *initial public offering* (IPO), ovvero del *going public*. Se principalmente il mercato azionario serve alle imprese come canale di finanziamento della crescita economica alternativa al debito, l'opzione di tornare private implica che tale aspettativa è stata disattesa. Unendo l'intuizione di Jensen alla formalizzazione di Bharat e Dittmar, si possono assumere due ipotesi di lavoro: 1) la decisione di un IPO è prevalentemente legata alla ricerca di finanziamenti per la crescita; 2) le società che decidono un *going private* sono “deluse” dal mercato e cer-

cano altri finanziatori a sostegno della crescita. Considerando l'intero processo che parte dal *going public* e termina con il *going private*, si può arrivare a comprendere il perché di una decisione che vanifica gli sforzi economici sostenuti per l'ammissione e il mantenimento del titolo, come fosse un cattivo investimento. La valutazione di questo percorso avviene tramite un'analisi costi-benefici. In quest'ottica, è razionale uscire dalla Borsa quando i costi della quotazione non giustificano più i benefici che da essa derivano, come, coerentemente con Jensen, documentano Bharat e Dittmar, (2010). Per costi della quotazione s'intendono non soltanto le spese e le commissioni sostenute dalle imprese nella fase di ammissione al listino, ma soprattutto i costi connessi al rispetto di obblighi imposti alle società quotate dalla regolamentazione dei mercati finanziari. Alle imprese quotate, infatti, sono richiesti standard qualitativi molto elevati soprattutto nella diffusione delle informazioni al pubblico (*disclosure*), perché gli scandali finanziari che hanno caratterizzato grandi società quotate all'inizio degli anni 2000 (ad esempio, Enron, Worldcom) erano largamente basati su manipolazioni contabili e informative. I costi della quotazione non sono trascurabili e sono un elemento importante nella decisione delle imprese di uscire dal mercato (DeAngelo *et al.*, 1984a). Di recente, numerosi lavori empirici hanno evidenziato un collegamento diretto tra l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act negli Stati Uniti, che inasprisce gli obblighi informativi e rende più costosa la quotazione, e l'incremento del numero di *going private* successivo al 2002 (tra gli altri, Zingales, 2007). A fronte di questi costi, bisogna considerare i benefici offerti dalla quotazione. Questi sono principalmente connessi alla possibilità di accedere a un canale di finanziamento, alternativo al debito, per finanziare la crescita dell'impresa (Tirole, 2006). Inoltre, la quotazione offre all'imprenditore la possibilità di diversificare la propria ricchezza, facilitando la sua uscita dalla società e incrementando la liquidità delle partecipazioni azionarie (Pagano, 1993). Attraverso la quotazione, la società cerca investitori che sostengano i progetti e la crescita dell'impresa; il mercato, in cambio della vetrina concessa alla società quotata, chiede il rispetto di obblighi regolamentari, tra cui la *disclosure* periodica d'informazioni finanziarie. Il mercato azionario, quindi, svolge il suo ruolo di collegamento tra risparmio e crescita economica convogliando gli investimenti verso il capitale di rischio delle imprese. Tuttavia, il raggiungimento dei benefici attesi dalla quotazione si determina sulla base delle decisioni degli investitori, che possono trovare un titolo più o meno interes-

sante sulla base del loro profilo di rischio e del loro orizzonte temporale d'investimento. Pertanto, in mancanza d'interesse da parte degli investitori, non si realizzano i benefici attesi dalla quotazione e non si giustificano i costi di mantenimento del titolo in un listino. Soprattutto il disinteresse degli investitori istituzionali, che detengono una quota rilevante degli investimenti complessivi nei mercati azionari, determina una relativa illiquidità del titolo, condizione che si riflette negativamente sul prezzo e genera una sottovalutazione rispetto al valore dell'impresa (Weir *et al.*, 2005; Renneboog *et al.*, 2007; Andres *et al.*, 2007). La sottovalutazione impedisce alla società di utilizzare il mercato azionario ai fini per cui si è quotata. I costi della quotazione e la *compliance* a sempre più rigidi obblighi regolamentari non trovano una contropartita in termini di benefici. La chiave del problema consiste nell'analizzare il perché del disinteresse degli investitori, in particolare di quelli istituzionali, verso un titolo azionario.

L'interesse degli investitori può mancare per ragioni specifiche, legate alla particolare condizione di una società, o per ragioni sistematiche, legate a particolari condizioni economiche o a distorsioni del mercato. Numerosi studi evidenziano che il problema della mancanza d'interesse riguarda essenzialmente le società di piccola e media dimensione (Boot *et al.*, 2006 e 2008; Andres *et al.*, 2007; Renneboog *et al.*, 2007; Geranio e Zanotti, 2010; Bharat e Dittmar, 2010; Boucly *et al.*, 2011). Esse non hanno una sufficiente visibilità, a causa della limitata attenzione che gli analisti finanziari rivolgono alla piccola o media impresa quotata (Mehran e Peristiani, 2010). Questa condizione innesca il seguente circolo vizioso: la disattenzione degli analisti genera una scarsa visibilità finanziaria; pertanto il titolo non attira investitori istituzionali e diventa poco liquido perché oggetto di poche negoziazioni; l'illiquidità comporta una perdita di valore del titolo, che scende al di sotto del valore della società (*undervaluation*); la scarsa visibilità finanziaria rende difficile inviare al mercato segnali in grado di correggere tale condizione di sottovalutazione, che, pertanto diventa permanente; la sottovalutazione impedisce alla società di fruire dei benefici attesi dalla quotazione. Infatti, essa rende inattivabile il mercato azionario come fonte di finanziamento per la crescita, riduce la possibilità di disinvestire da parte dell'imprenditore che ha portato la società alla quotazione, e rende inefficaci forme di remunerazione del management legate alla performance del titolo. Merton (1987) aveva già intuito l'importanza della presenza degli analisti finanziari nel ridurre l'asimmetria informativa e aumentare la visibilità dell'impresa. Sulla base di

questa intuizione, Brennan e Subrahmanyam (1995) hanno documentato l'impatto economico positivo della riduzione dell'asimmetria informativa, che abbassa il costo del trading e aumenta la liquidità dell'investimento, condizione che favorisce la presenza d'investitori istituzionali. Il processo decisionale degli asset manager dei fondi, poi, si basa principalmente sulle informazioni ottenute da analisti finanziari (Baker, Nofsinger e Weaver, 2002). O'Brien e Bushan (1990) e Falkenstein (1996) hanno dimostrato l'esistenza di una relazione diretta tra l'acquisizione di partecipazioni da parte di investitori istituzionali e il numero di analisti finanziari che seguono la società. Tuttavia, soprattutto dopo la crisi dei mercati azionari causata dallo scoppio della bolla speculativa delle Internet *companies* dei primi anni 2000, il numero degli analisti finanziari si è molto ridotto a causa del taglio deciso dalle società finanziarie che offrivano questo servizio. Anche per questo, nell'ultimo decennio è risultato più difficile per le società più giovani e più piccole attirare l'attenzione degli analisti. La conseguenza è la sottovalutazione, la perdita dei benefici attesi dalla quotazione e, in ultimo, la decisione del *going private*.

Una seconda spiegazione inverte la relazione di causalità tra presenza di analisti e interesse degli investitori, pur giungendo alla medesima conclusione a riguardo della sottovalutazione come motivo prevalente nei *going private* dell'ultima ondata. Infatti, il mercato azionario, soprattutto nel panorama anglo-americano, vede una sempre maggiore presenza d'investitori istituzionali prevalentemente orientati ad orizzonti d'investimento di breve termine. Diverse rilevazioni statistiche documentano un aumento significativo di quote d'investimento gestite da investitori istituzionali strutturalmente interessati a orizzonti temporali d'investimento brevi (ad esempio, i fondi comuni), mentre quelli tradizionalmente più "pazienti" (ad esempio, i fondi pensione) affidano la gestione ad asset manager remunerati attraverso incentivi distorti, basati su indicatori di breve termine (OECD, 2011; Kay, 2012). L'interesse al breve termine e alla liquidità discrimina i titoli di società piccole e medie (Renneboog e Simon, 2005), determinando l'effetto di sottovalutazione che innesca il *going private*. Gli analisti finanziari seguono con maggior attenzione le società che sono oggetto di negoziazione più frequente, ignorando, quindi, quelle di dimensione medio-piccola.

Che la sottovalutazione rappresenti una costante nelle decisioni del *going private* è accertato in molti studi sulla recente ondata di transazioni (Renneboog *et al.*, 2007; Andres *et al.*, 2007; Weir *et al.*, 2008; Mehran e Peristiani, 2010; Croci e Del Giudice, 2012). Quel che fa discutere, riguar-

da due grandi questioni: 1) gli insider, ovvero azionisti di controllo e manager che generalmente promuovono il *going private*, sfruttano questa sottovalutazione a danno degli outsider? 2) L'ondata di *going private* recente determina un mutamento nel modo di concepire il mercato azionario e il suo ruolo?

In altre parole, essendo ragionevole ipotizzare un'asimmetria informativa a favore degli insider, ci si può chiedere se essi traggano benefici da un *going private* attraverso un trasferimento di ricchezza a danno degli outsider, ovvero di altri stakeholder societari (dipendenti, creditori, erario) che non partecipano ai processi decisionali dell'impresa⁵. Circa la seconda questione, è pensabile che il mercato azionario sia efficientemente utilizzato solo dalle imprese che minimizzano i costi d'agenzia, attraverso sistemi di governance migliori, e siano sufficientemente grandi da garantirsi visibilità finanziaria e interesse degli investitori in via autonoma.

Le posizioni in campo sul *going private* sono di due tipi. Da una parte vi sono i critici che esprimono perplessità sul fenomeno come dannoso per l'economia, dato che le società non quotate sono meno soggette a scrutinio da parte di soggetti pubblici, siano essi investitori o regolatori, e, quindi, più portate ad agire opportunisticamente grazie a una maggiore opacità derivante dal non avere più obblighi informativi (OECD, 2011; Kay, 2012). Un secondo filone di critiche s'innesta sul ruolo preminente svolto dal *private equity* come finanziatore, o promotore, di transazioni che poi comportano il *going private*. Le critiche a questi intermediari sono spesso una rivisitazione di quelle rivolte, negli anni '80, agli LBO specialist, tacciati di essere distruttori di ricchezza e espropriatori di risorse a danno degli stakeholder aziendali⁶ (Froud e Williams, 2007).

Dall'altra parte vi sono gli studi empirici, che misurano gli effetti dei *going private* attraverso i rendimenti generati per gli azionisti e gli effetti sulle performance aziendali. Sia sulla prima sia sulla seconda ondata, questi studi documentano che il *going private* crea valore per gli azionisti sia in

⁵ Sotto certi aspetti, anche gli azionisti di minoranza possono essere considerati outsider rispetto ai processi decisionali quando la struttura proprietaria della società è concentrata.

⁶ Dalla celebre definizione di «*Barbarians at the gate*» coniata dal finanziere Forstmann per definire gli LBO specialist e ripresa da Burrough e Helyar come titolo del celebre libro-inchiesta sulla scalata a RJR Nabisco, si è passati a definizioni più o meno analoghe come «*Gluttons at the gate*» di Thornton (*Business Week*, 30 ottobre 2006) o «*Locust at the gate*» del politico socialista tedesco Müntefering (*Economist*, 5 maggio 2005).