	S. In	-	-						
	111	222	3 3 3	444	555	665	111	8 8 8	9 9 9 9
	000	22	33	4 4	55	99	11	60 60	6 6
	00	22	33	4 4	55	99	11	00 00	6 6 2
-	0	2	3	44	5 5	5 5	11	00 00	2 2 3
-	000	22	33	44	55	8	11	60 60	6 6
		22	33	44	5	6 6	11	60 60	9 9 9
-	0	22	3	4 4	-	6 6	-	3 8 3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
=	00	22	33	4 4	5	99	-	60	9 9 9
	000	223	33	4 4	5 2 2	99		80	9 3 9
	111	22	3	4	5 5	-		80	6 6 6
	11	22	33	4 4	5 5	99		60	0
	0.0	22	3		5 5	99	11	00	6 6
_	- 20	2	33	4 4	55	99	11	00	9 6
	1 0	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00 00	8 6
	0.0	22	33	4.4	5 5	5 6	1	00	9 9
	11	22	33	4 4	5 5	9 9 9		00	6 6 6
	111	22	33	4	5 5	9 9		80	9 9 9
	11	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00 00	6 6
	0.0	22	3 3	4 4	5 5	99	11	00 00 00	9 9
	000	22	33	44	5.5	8 8	11	8 8 8	9 9
	00	22	33	4 4	5 5	9 9	11	00	9 9
	11	22	3.3	4 4	5 5	5 6	11	88888	9 9
	11	22	33	4 4	5 5	6 6	11	8 8	9 9 9
	000	223	333	44	5 5 5	999	111	80 80	5 6 6
	0 0 0	22	3 3	14	5 5	999	11	00	66
	00	22	3.3	4 4	5 5		11	8 8 8	5 22 22
	000	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	4 4	5 5	66566 65666666666666666666666666666666	11	00 00	9
==		22	3 3	444444444444444444444444444444444444	\$ 2 \$ \$ 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8 2 8			8	9 8 9 9 8 8 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
-		22	33	*7	-	6 6	~	00 00	0 2
=		22 22222222	333	444	555555555555 5 5555	999		8 8 8	5 5 5 5 5 5
=	110	22	3	-	5	5 5		80	
	000	2		4 4	55	99	11	00 00	6 6
_	0 0 1	22	333333333333	*****	55	66466	11	888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
-	0.0	22	3 3	4 4	55	60	11	8	9 9 9
		22	33	4	55	66	11		999
		2 2	333	4 4	5 5 5	999		8 8 8	9999
	0	22	3 3	4 4	5 5	99	-	00	6 -
								06 5	~
		-		-	5	6	-	00	on 2
	000	222	333	444	555	666	111	888	999
	00000	22222	33333	444	10	999		8888	9 3 3 3 9 6 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10 10
	000000000000000000000000000000000000000	2222222	3333333	44444	55555	666666		888888	9999999999
-	00000000000000000000000000000000000000	22 2222222	33333333	44444	55555	6666666		88888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	00000000000000000000000000000000000000	2222 2222222	33333333333	44444444	55555	6666666		88888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
- =		222222 2222222	3333 333333333	**********	55555	6666666		8888888888888888	08 64 94 12 94 54 94 55 55 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
- = -	00000000000000000000000000000000000000	2222222 22222222	33 3333 3333333333	**********	55555	6666666		88888888888888888888	0 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
- = = = = =	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222	3333 33333 33333333333	**********	55555	\$ 6 6 6 5 6 6 5 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 3 3 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	00000000000000000000000000000000000000	22222222222222	3333333 3333 3333 333333333	***************	55555	66666666 6 666666666		888888888888888888888888888888888888888	199 9 999 999 999 999 999 999 999 999 9
	00000000000000000000000000000000000000	22222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	***************	55555	6 6 6 6 6 6 6 8 9 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		388888888888888888888888888888888888888	99999 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
		2222222222222222222	333 3333333 3333 3333 3333333333	***************	55555	5658 555555555 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5		888888888888888888888888888888888888888	0 3 1 2 3 3 3 1 2 1 2 3 2 3 3 3 3 3 3 3 3
		2222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	***************	55555	666666 6666666666 666666666666666		888888888888888888888888888888888888888	0 6 4 8 4 8 5 8 6 8 6 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8
		22 222222222222222222222222	333 333 3333333333333333333333333333333	***************	55555	6666666 6666666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		888888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 8 8 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
		22222 222222222222222222222222222222222	33333 3333 3333333333333333333333333333	*****************************	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	66666666666666666666666666666666666666		888888888888888888888888888888888888888	0044444575750505050505050505050505050505
		1222222 222222222222222222222222222222	33333333 333 3333333333333333333333333	*****************************	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		888888888888888888888888888888888888888	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0
		22222222222222222222222222222222222222	3333333333 3 33 3 333 3 3333333 3 3333 3 333333	**********	5 4 5 5 5 5 5 5 5 5 5 2 8 8 2 8 2 8 2 8 2 8	66666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 	99999999999999999898989898999999999999
		222222222222222222222222222222222222222	3333333333 3 33 3 333 3 3333333 3 3333 3 333333	************	5555554555555555555555558 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25 25	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 8 9 8 9 8 9
		222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555558 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28 28	66666666666666666666666666666666666666		88888888888888888888888888888888888888	9 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3
	1 1	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	\$	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66566666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 6 6 6 6 6 6 6 6 8 6 8 6 8 6 8 6 8		88888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66666666666666666666666666666666666666		38388888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		883888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66 66		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	***************************************	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		3 3 3 3 3 8 3 8 3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	\$ 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5 5
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	St 161 AT ST 54 AT
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	55666666666666666666666666666666666666		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	55666666666666666666666666666666666666		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	333333333333333333333333333333333333333	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	66666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		3 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	222222222222222222222222222222222222222	33333338 333333333333333333333333333333	**************************************	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	6666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		88888888888888888888888888888888888888	9 9 9 9 9 9 8 9 9 9 8 9 9 9 9 9 9 9 9 9
	0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	22222222222222222222222222222222222222	3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3 3	\$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$ \$	55555555555555555555555555555555555555	666666 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6		8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8 8	9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9

THOUGHTS OF THE SALMON

Hypocrisy on Leverage

Financial Leverage is the level of debt a company has. As in a family, if I take too much debt, I run very high risks: in an investment with debt I increase my return on the Invested Capital (in fact Invested Capital is lower, since I am putting in less personal money), but, in case of a crisis, with lower cash flows, I can have difficulty paying back that debt. If I can't make it, I go bust.

After the last few years, the danger of leverage is, obviously, very clear to all.

However, on the leverage following an acquisition, a lot of hypocrisy is evident. An entrepreneur sells his company to a financial investor (for example, a Private Equity Fund). The fund invests partially with their own money, partially taking debt (as stated, to have a higher return, otherwise there is no advantage to making the acquisition, and their investors buy Treasury Bonds). The money goes to the entrepreneur who, typically, remains with a minority stake, and maybe with some operative responsibilities in the company.

If everything goes fine, fine. But, if hard times come, then hypocrisy arises, placing the good (the entrepreneur) on one side, and the bad (investors) on the other.

The largest majority of entrepreneurs who have sold stakes of their companies, decided to do so not only "to reinforce them managerially", "to open the governance to external management", "because my children are not interested", etc., etc., but also to make money.

Rightly, maybe after thirty years of work. And the more money, the better. The fact that the money necessary to pay their stake came from leverage (i.e., putting debt on their company, their "baby"), was pretty clear to them.

Then, when remaining in the company in some managerial role, they start seeing difficulties in repaying the debt, and they start saying, "the company is healthy, it still has a positive EBI-TDA even in such a crisis...the problem is that THEY have put too much debt on it...", they are absolutely right. Unfortunately, it would be much more honest and elegant to also say to themselves and to their supporters that the debt was mostly taken to pay them. When offers from potential buyers from the industry were not so attractive, who was telling financial advisers to solicit (possibly with a competitive bid) that weird (but more generous) world of financial investors?

P.S. If the company has difficulty paying its debt, the real owners become the lending banks. In your opinion, whom could a bank, seeing difficulties, call to "rescue" the company? Just by chance, the former entrepreneur who is still there, has always been saying that things were going bad, and for small change gets back the company....Bingo!

> Giovanni Carlino (2012)

The contents of the newsletter "Thoughts of the Salmon" are protected by copyright, all rights reserved. The information, image and/or data contained in the newsletter may not be distributed, reproduced in whole or in part without prior permission

