

L'acquisition finance e il debito mezzanino

L'acquisition finance

Sostegno finanziario alle operazioni di acquisizione di aziende da parte di investitori finanziari o industriali.

Nelle operazioni di Acquisition Finance vengono supportati i progetti che prevedono l'acquisto da parte di gruppi di managers, di società industriali (*Trade Buyers*), di investitori finanziari (*Private Equity Investors*), di aziende che hanno buone prospettive di sviluppo e di valorizzazione.

Tali operazioni presentano una struttura finanziaria articolata a vari livelli ed i principali operatori bancari sono sovente in grado di intervenire sia come investitore (area Private Equity), sia come finanziatore (Acquisition Finance).

L'acquisition finance

Le operazioni di Acquisition Finance sono generalmente caratterizzate da:

- un livello di leverage (PFN/EBITDA) elevato;
- un adeguato cash flow (flussi di cassa) per assicurare il servizio del debito (pagamento interessi + quota capitale);
- un adeguato apporto di equity/quasi equity che viene tarato in modo tale da essere compatibile con le precedenti caratteristiche

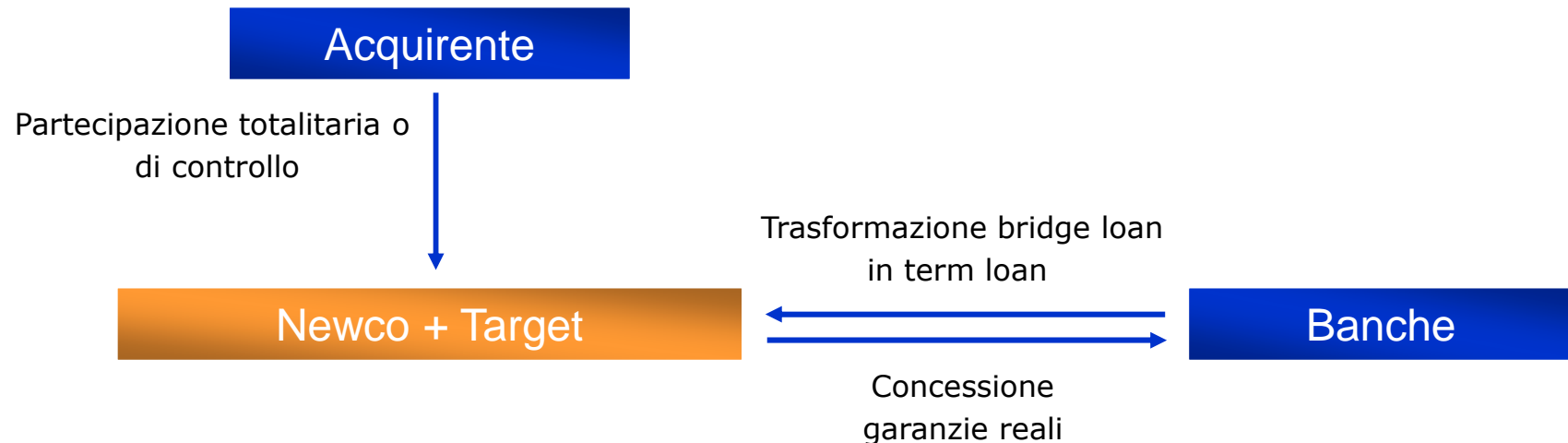
Uno schema di LBO

Acquisizione - Pre Merger



Uno schema di LBO

Acquisizione - Post Merger



In questa fase può verificarsi la sostituzione del mutuatario che sarà rappresentato dalla nuova entità. Quindi il debito viene rimborsato utilizzando i flussi di cassa prodotti dalla target e/o alienando asset aziendali non strategici di proprietà di quest'ultima

L'acquisition finance

Principali criteri di valutazione:

- stabilità prospettica del business tale da garantire una buona stabilità di *cash flow* (no aziende con forte espansione del circolante, soggette a rapida evoluzione di tecnologia, con forte ciclicità, dipendenti da fattori intangibili "leggeri");
- caratteristiche del management che gestirà il cambiamento;
- caratteristiche degli Sponsor e dei patti parasociali;
- posizione finanziaria netta esistente (rapporti creditizi e capacità ordinarie).

In alcuni casi l'Acquisition Finance concorre al rischio dell'acquisizione in misura analoga agli Sponsor (soprattutto in caso di insuccesso), ma con la sostanziale differenza che il rendimento per la banca è predefinito mentre l'IRR degli Sponsor non lo è.

L'acquisition finance

Le operazioni di Acquisition Finance possono risultare particolarmente costose (costi a carico dell'operazione):

- Costi legali (contrattualistica) e di *audit* (fiscale, contabile), talvolta ripetuti rispetto a quanto già sostenuto dallo Sponsor

- Costi finanziari:
 - ✓ ARRANGEMENT FEE, commissione di organizzazione, calcolata sull'intero ammontare del prestito e pagabile una tantum alla firma del contratto alla banca organizzatrice
 - ✓ UNDERWRITING FEE, commissione di sottoscrizione, calcolata sull'ammontare sottoscritto e pagabile una tantum alla firma, al termine della fase di underwriting
 - ✓ PARTICIPATION FEE, commissione di partecipazione, calcolata sull'ammontare allocato alla singola banca al termine della fase di sindacazione generale
 - ✓ COMMITMENT FEE, commissione di mancato utilizzo calcolata sull'importo non utilizzato e pagabile di norma trimestralmente
 - ✓ FACILITY FEE, commissione calcolata sull'intero importo del finanziamento indipendentemente dalla quota utilizzata e pagabile di norma trimestralmente

L'acquisition finance

Tipologie di finanziamento:

- Finanziamento ponte (*Bridge financing*)
- Finanziamento a m/l termine (*Senior loan*)
- Finanziamento bancario subordinato (*Mezzanine*)
- Altri finanziamenti a medio lungo termine

Bridge financing

Consiste in una forma temporanea di finanziamento (con scadenza tipicamente entro 6-18 mesi) che viene erogato alla Newco al momento del perfezionamento dell'operazione di acquisizione, in attesa della successiva fusione con la target

Il Senior loan

Finanziamento a M/L termine

Prevalentemente erogato da banche o da sindacati di esse rappresenta mediamente almeno, se non oltre, il 50% del totale del debito. Il termine Senior deriva dal fatto che esso è privilegiato in sede di rimborso delle quote di capitale e degli interessi rispetto all'eventuale debito subordinato.

Si compone di due parti, entrambe erogate contemporaneamente:

Acquisition Loan

Ammontare di debito funzionale al pagamento dell'investimento

Working Capital Facilities

Linee di credito disponibili da momento del closing, rappresentano una sorta di polmone finanziario utilizzabile per la copertura del Capitale Circolante

Un esempio

- Acquisizione da parte di NewCo della Società "A" , closing avvenuto a nel secondo semestre 2005
- Prezzo di acquisto (Equity Value) di € 75 mln, pari ad un multiplo dell'EBITDA 2004 di 9 volte
- Il prospetto Fonti e Impieghi dell'operazione è il seguente (Milioni di Euro):

FONTI		%	USI	
Equity	35	45,5%	Equity Value	75
Finanziamento bancario Senior	42	54,5%	Oneri di Transazione	2
Tranche A	17			
Tranche B	15			
Tranche C	10			
Totale	77	100,0%	Totale	77

Un esempio (2)

Le tre Tranche del Finanziamento bancario senior hanno le seguenti caratteristiche:

- ✓ Tranche A:
 - importo: € 17 mln;
 - scadenza: 6 anni;
 - prezzo: Euribor + 250 bp
 - modalità di rimborso: amortising a rate crescenti

- ✓ Tranche B:
 - importo: € 15 mln;
 - scadenza: 7 anni;
 - prezzo: Euribor + 300 bp
 - modalità di rimborso: semi-bullet

- ✓ Tranche C:
 - importo: € 10 mln;
 - scadenza: 8 anni;
 - prezzo: Euribor + 350 bp
 - modalità di rimborso: bullet

Working Capital Facilities

Stand-by: strumenti attraverso i quali una o più banche (Pool) mettono a disposizione del cliente una linea di credito di importo e durata predefiniti, con facoltà di utilizzo in più soluzioni parziali dietro un preavviso di alcuni giorni.

Evergreen: simile allo stand-by, si differenzia del fatto che la durata della linea di credito non è prefissata come nel caso precedente, ma è soggetta a revoca.

Mezzanine finance

Definizione

Formula di finanziamento che combina le caratteristiche proprie del debito, quali pagamento periodico degli interessi, il rimborso di capitale e a volte la presenza di garanzie residuali, a caratteristiche del capitale di rischio, come opzioni o warrants che conferiscono il diritto ad acquistare azioni dell'emittente a determinate condizioni, o profit shares collegate al raggiungimento di alcune performance aziendali.

Il mezzanine è privilegiato rispetto al capitale di rischio e subordinato/postergato rispetto al debito senior in sede di rimborso delle quote capitale e di interesse.

Il subordinated debt

Caratteristiche

- subordinato nel pagamento degli interessi in fase di rimborso e di liquidazione, rispetto ai finanziatori senior;
- tasso di interesse fisso o indicizzato ad un parametro di mercato;
- dotato solo parzialmente di una garanzia reale (*collateral*), residuale rispetto al senior debt (*second security*).

Il subordinated debt

Forme

- **Zero coupon bond:** con assenza di flussi di cassa prima della scadenza;
- **Stepped interest:** interessi a tassi inferiori a quelli di mercato per un periodo iniziale (2 o 3 anni) e uguali a quelli di mercato per un periodo successivo (2 anni) e infine superiori ai tassi di mercato per la parte residuale;
- **PIK debt (payment in kind):** si pagano interessi non nella forma di flussi monetari, ma come semplice incremento del valore nominale del debito sul quale sono calcolati.

L'equity kicker

L'offerente del debito Mezzanino beneficia di eventuali apprezzamenti del valore di mercato del capitale di rischio dell'impresa finanziata, attraverso la cessione diretta al medesimo di un pacchetto di azioni ordinarie o privilegiate, o in via indiretta attraverso l'assegnazione di warrants o di opzioni call sui titoli rappresentativi della stessa, che gli conferisce il diritto di sottoscrivere una determinata quantità di azioni o quote della società a un prezzo di esercizio calcolato in modo da soddisfare le esigenze di rendimento dei sottoscrittori di debito, compatibilmente con il grado di rischio assunto.

Gli strumenti

Debito subordinato e equity kickers possono essere racchiuse nel medesimo strumento sotto forma di:

- ✓ **obbligazioni subordinate convertibili** con pagamento degli interessi differito o a cedola zero. Il rendimento delle azioni convertibili è generalmente inferiore rispetto a quelle non convertibili alla luce dei maggiori diritti incorporate nelle prime
- ✓ **titoli rappresentativi del capitale di rischio**, come azioni privilegiate in Italia caratterizzate da alcune fondamentali differenze rispetto alle azioni ordinarie e combinate in modo variabile, quali la partecipazione agli utili con esclusione della partecipazione alle perdite, l'assenza del diritto di voto in ambito di assemblea ordinaria, il rimborso a scadenza, il diritto ad un dividendo privilegiato, nella misura fissata dall'atto costitutivo, in sede di ripartizione degli utili netti deliberata dall'assemblea.

I covenants

Rappresentano lo strumento di sintesi che “detta” ex-ante la disciplina alla quale la società finanziata dovrà attenersi per garantire coerenza tra i) il business plan a lungo termine condiviso tra le parti all’atto del closing dell’operazione e ii) le scelte di gestione effettuate

I covenants

I più comuni financial covenants sono:

- ✓ Indebitamento finanziario netto totale/ebitda (in genere minore di 3,5-4,0)
- ✓ Ebitda/oneri finanziari netti (in genere maggiore di 3,0-3,5)
- ✓ Free cash flow/servizio del debito (in genere superiore a 1,10)
- ✓ Indebitamento finanziario netto totale/Patrimonio netto (in genere non superiore a 2,0)

I più comuni covenants non finanziari (impegni) sono:

- ✓ negative pledge, divieto di concedere garanzie sui propri beni a terzi senza averle preventivamente offerte al finanziatore
- ✓ pari passu, parità di trattamento del finanziatore rispetto agli altri finanziatori della controparte
- ✓ ownership clause, impegno a non modificare la compagine societaria salvo il preventivo assenso del finanziatore

L'evoluzione dell'utilizzo della leva

Rapporto Net Debt /Ebitda

