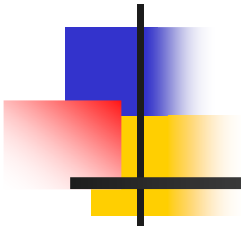


Il sostegno finanziario all'acquisizione

Treviso, 29 giugno 2012



Prof. Avv. Matteo De Poli

www.studiodepoli.it

www.centrostudidepoli.it



Sommario dell'intervento

1. Cenni sulle tecniche di finanziamento delle operazioni di acquisizione
2. Il *Leveraged Buy-Out* (LBO): profili tecnici
3. Continua: liceità e condizioni di ammissibilità del LBO



Fonti di ispirazione

Questa presentazione è stata principalmente
ispirata da

P. FERRARI,

*Gli intermediari finanziari e le operazioni di
leveraged buy-out,*

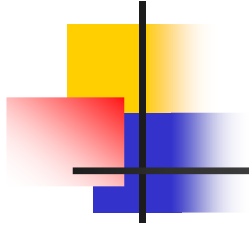
in

*Impresa, Banche e Mercati Finanziari, AA. VV., Milano,
2005*



Le principali forme di finanziamento

- Finanziamento interno:
 - Disinvestimenti;
 - *Cash Flow* della gestione;
- Finanziamento esterno:
 - Capitale di rischio, *Private Equity*, azioni quotate;
 - Debito (bancario e obbligazionario);
 - Strumenti ibridi, obbligazioni convertibili, debito mezzanino



Profili tecnici dell'operazione di LBO



Il *leveraged buy-out*: aspetti generali

- Le operazioni di LBO permettono di realizzare l'acquisizione di un'impresa con **capitale di debito** il cui rimborso è **garantito** dagli attivi patrimoniali dell'impresa acquisita ed è sostenuto dal *cash flow* da essa generato, oltre che dall'eventuale dismissione di attività non strategiche da essa possedute
- Con il LBO si sfrutta al massimo l'**effetto leva** per finanziare l'acquisizione sulla base del valore patrimoniale delle attività aziendali della società *target*.
- L'effetto è la riduzione dell'impegno finanziario sotto forma di capitale di rischio



Caratteristiche comuni alle operazioni di LBO

- Questo tipo di operazioni presenta almeno due caratteristiche comuni:
 - A) l'utilizzo, per acquisire l'impresa *target*, di un elevato finanziamento a titolo di debito
 - B) la ristrutturazione proprietaria dell'impresa *target*, che serve per consentire la realizzazione di operazioni di fusione o per realizzare successivi frazionamenti dell'impresa in più parti tramite scissioni o scorpori



Le tipologie: *Share Sale (merger)* e *Asset Sale*

- *Share Sale*: l'acquisizione riguarda le azioni dell'impresa *target* e la sua esecuzione prevede la successiva fusione tra la società che ha realizzato l'acquisizione e la società acquisita
- *Asset Sale*: l'acquisizione riguarda solo alcuni cespiti della società *target* e a essa non segue alcuna fusione



Il ruolo della NewCo

- E' frequente l'interposizione nell'operazione di una nuova società (NewCo) con un capitale sociale molto modesto, di certo inferiore al prezzo dell'acquisizione
- La NewCo svolge il ruolo di **veicolo finanziario strumentale all'acquisizione**
- Il capitale di rischio e i finanziamenti vengono erogati alla NewCo
- La NewCo garantisce il finanziamento impegnandosi a dare in pegno le azioni della società *target*
- All'esito del *buy-out*, la NewCo verrà integrata con la società acquisita mediante fusione per incorporazione
- Con la fusione il costo dell'acquisizione viene traslato sul patrimonio della società acquisita



Tipologie di *Buy-Out*

- A seconda del soggetto che promuove il LBO si hanno le seguenti distinzioni terminologiche:
- *Institutional buy-out* (IBO): quando l'operazione trae origine da un intermediario finanziario che professionalmente si occupa di identificare opportunità di investimento in acquisizioni di tipo *leveraged*
- *Management buy-out* (MBO): quando l'operazione trae origine da manager della stessa impresa *target*
- *Management buy-in* (MBI): l'iniziativa viene da manager esterni
- *Management buy-in&out* (MBIO o BIMBO): l'iniziativa viene da manager interni e esterni



Continua

- *Workers buy-out* (WBO): quando l'acquisizione è fatta da dipendenti dell'impresa
- *Family buy-out* (FABO): quando alcuni membri di una famiglia allargata che controlla un'impresa familiare acquisiscono le quote di partecipazione dei parenti non interessati a restare all'interno dell'azienda



I requisiti di fattibilità di un'operazione di LBO

Lo sfruttamento dell'effetto leva deve (alla luce della migliore esperienza finanziaria) avvenire nel rispetto delle seguenti condizioni:

- a) **Compatibilità finanziaria:** l'impresa che risulterà a seguito della fusione deve essere in grado di rimborsare il capitale finanziato
- b) **Compatibilità economica:** l'impresa deve produrre un reddito operativo sufficiente a pagare gli oneri finanziari sul debito



Il *target* ideale di un'operazione di LBO

L'impresa *target* ideale ha:

- Un basso grado di sfruttamento della leva finanziaria
- Capacità (non attuale, ma futura) di produrre utili e flussi di cassa positivi
- Attività atte a essere impiegate come garanzie verso i creditori
- Attività o rami d'azienda autonomamente cedibili

Inoltre

- Dispone di un *management* di ottima qualità
- È collocata in un mercato sul quale l'impresa, in futuro, possa essere ceduta



La struttura finanziaria di un LBO

Le fonti finanziarie di un LBO sono:

- Capitale azionario
- Debito *senior*
- Debito *junior* (subordinato)



Capitale azionario

- E' costituito dall'apporto effettuato dai soci della NewCo in sede di sottoscrizione del capitale della stessa
- Rappresenta una quota generalmente compresa tra il 10% e il 30% del totale dei mezzi finanziari necessari per la realizzazione del *buy-out*
- Sono previsti prezzi di emissione diversi per le azioni da attribuirsi alle diverse categorie di soci
 - Nominale (spesso, per le azioni a favore dei manager)
 - Con sovrapprezzo (in genere, per gli investitori istituzionali)



Debito *senior*

- Per debito *senior* si intende il complesso dei finanziamenti a medio-lungo termine caratterizzati da una **clausola di rimborso privilegiato** rispetto agli altri debiti
- Il rimborso avviene prima di quello degli eventuali debiti **subordinati**
- Sono in genere erogati da banche o sindacati di banche



Debito senior e *covenants*

I finanziatori *senior* condizionano la concessione del finanziamento a particolari vincoli tesi a prevenire comportamenti opportunistici del management:

- ***Positive covenants***: sono obblighi “di fare”, come ad es. l’obbligo di utilizzare gli eventuali surplus di cassa per il rimborso dei finanziamenti
- ***Negative covenants***: sono **divieti** (impossibilità di ricorrere a nuovi debiti dotati di garanzie di grado più elevato); **limitazioni** (fissazione di soglie massime alla distribuzione di dividendi)



Debito *junior*

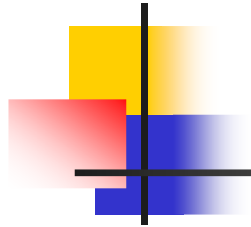
- E' costituito dall'insieme dei finanziamenti il cui rimborso e la cui remunerazione sono postergati rispetto al debito *senior*, seppure antergati rispetto al capitale di rischio
- Si tratta di prestiti a media-lunga scadenza che possono assumere svariate forme tecniche. Un esempio noto sono le obbligazioni a alto rendimento (*high yield bonds*) o “obbligazioni spazzatura” (*junk bonds*)



Il ruolo degli intermediari

Gli intermediari possono assumere due vesti

- Servizio di *origination*: progettazione delle caratteristiche tecniche e finanziarie dell'operazione con i relativi strumenti finanziari. In genere apportano anche **capitale di rischio**
- Servizio di debito: si limitano a finanziare l'operazione con **capitale di debito**



Profili giuridici dell'operazione



I vincoli civilistici all'operazione

- *Ex* art. 2358 c.c. è fatto divieto alle società di accordare prestiti, fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie da parte di terzi e accettare azioni in garanzia
- Parte della dottrina e della giurisprudenza ha sostenuto che l'operazione di LBO costituisce una violazione dell'art. 2358 c.c. attraverso il meccanismo del “negozio in frode alla legge”



Art. 2358 Altre operazioni sulle proprie azioni

- 1. La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. 2. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. 3. Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.*



La legge delega di riforma del diritto societario

Nel 2001 il Governo è stato delegato a introdurre nel c.c. una disposizione che stabilisca che *“le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli artt. 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 del codice civile (art. 7, 1° co., L. 366/2001)*

La conquistata legittimità del LBO grazie all'art. 2501 bis c.c.

L'art. 2501 bis (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento) prevede che: “1. *Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti **per acquisire il controllo dell'altra**, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.* 2. *Il progetto di fusione di cui all'art. 2501 ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultanti dalla fusione.* 3. *La relazione di cui all'art. 2501 quinquies deve indicare **le ragioni che giustificano l'operazione** e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.* 4. *La relazione degli esperti di cui all'art. 2501 sexies attesta la **ragionevolezza** delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.* 5. *Al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.* 6. *Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505 bis.”*



La fattispecie disciplinata

Sono elementi della fattispecie di cui all'art. 2501 *bis*:

- Una fusione tra due società...
- Una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, e
- Alla fusione consegua l'effetto che il patrimonio della *target* funge da “garanzia generica” o da “fonte di rimborso” di quei debiti



Le condizioni di ammissibilità di un LBO: un riepilogo degli obblighi di *disclosure*

- 1) Devono essere previste e indicate nel **progetto di fusione** le risorse adeguate a soddisfare il fabbisogno finanziario (complessivo) della società risultante dalla fusione (*financial plan*)
- 2) L'organo amministrativo deve redigere un piano che indichi le ragioni che giustificano l'operazione, le fonti finanziarie e gli obiettivi che si vogliono raggiungere (*business plan*);
- 3) La relazione degli esperti deve attestare la ragionevolezza delle ipotesi di soddisfacimento del fabbisogno finanziario risultante dalla fusione
- 4) Se una delle società è sottoposta a revisione obbligatoria, una relazione del revisore sull'operazione deve essere allegata al progetto di fusione



Grazie e arrivederci!

Copia di queste slides in www.studiodepoli.it

Dubbi o richieste a
direzione@studiodepoli.it