

Il sostegno finanziario all'acquisizione

Prof. Avv. Matteo De Poli

www.studiodepoli.it



Convegno

Aspetti critici delle operazioni di trasferimento di aziende e di partecipazioni societarie

Ordine dottori commercialisti Treviso

Montebelluna, 2 aprile 2015



Sommario dell'intervento

1. Cenni sulle tecniche di finanziamento delle operazioni di acquisizione
2. Il *Leveraged Buy-Out* (LBO) e il *Merger Leveraged Buy-Out* (MLBO): profili tecnici
3. Continua: i profili giuridici



Le principali fonti di finanziamento dell'impresa

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

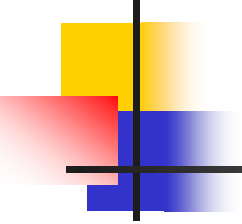


Profili tecnici dell'operazione di LBO



Il *leveraged buy-out*: aspetti generali

- Permette di realizzare l'acquisizione di un'impresa con **capitale di debito**
- Il rimborso del debito è **garantito** dagli attivi patrimoniali dell'impresa acquisita ed è sostenuto dal *cash flow* da essa generato (e dall'eventuale dismissione di attività non strategiche da essa possedute)
- 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 (il controllo del) la società *target*, di un elevato finanziamento a titolo di debito
 - B) la ristrutturazione proprietaria della società *target*, che serve per consentire la realizzazione di operazioni di fusione o per realizzare successivi frazionamenti della stessa in più parti tramite scissioni o scorpori



Le tipologie: *Share Sale (Merger L.B.O.) e Asset Sale*

- *Share Sale (MLBO)*: 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
 - *Forward LBO*: la target è incorporata nell'acquirente
 - *Reverse LBO*: il contrario
- *Asset Sale*: l'acquisizione riguarda solo alcuni cespiti della società *target* e a essa non segue alcuna fusione



Il ruolo della NewCo

- È 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 garanzia (pegno di azioni, dei beni più capienti ecc.) il patrimonio della società *target*
- All'esito del *buy-out*, la NewCo potrà essere integrata con la società acquisita mediante fusione per incorporazione (MLBO)
- 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): 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): 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
- c) **“ragionevolezza”** del progetto di fusione



Il *target* ideale di un'operazione di LBO

La società *target* ideale ha:

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

Inoltre

- Dispone di un *management* di buona 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

- È 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*
- Spesso si prevedono 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*

- È 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*)



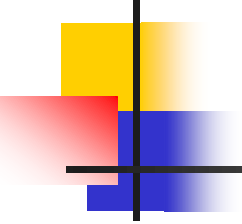
Il ruolo degli intermediari

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: l'elusione del divieto di assistenza finanziaria (art. 2358 c.c. vecchio testo)

Art. 2358 c.c. ante riforma 2008

“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”



Il MLBO come operazione elusiva del divieto

- L'art. 2358 c.c. ante riforma faceva **divieto assoluto** 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 (funzione di protezione patrimonio sociale)
- Parte della dottrina e della giurisprudenza aveva sostenuto che l'operazione di LBO, attraverso la traslazione sulla target del debito per l'acquisizione, costituiva una violazione dell'art. 2358 c.c. attraverso il meccanismo del “negoziio in frode alla legge”
- La conseguenza poteva essere la nullità della garanzia concessa al finanziatore l'operazione (ex art. 1418 c.c.)



Come violare l'art. 2358 c.c.

- La società A vuole acquistare il controllo della società B ma non ha le risorse finanziarie (ad. es.: 90k) per farlo;
- B ha in cassa 90k
- B presta a A 90k
- A utilizza la cassa per acquistare il controllo di B
- L'art. 2358 (ante riforma) è violato direttamente



Come eludere l'art. 2358 c.c.

- La società A vuole acquistare il controllo della società B ma non ha le risorse finanziarie (ad. es.: 90k) per farlo;
- B ha in cassa 90k
- **A costituisce una NewCo**
- **B presta a NewCo 90k**
- **NewCo utilizza la cassa per acquistare il controllo di B**
- **L'art. 2359 (ante riforma) non è violato direttamente**
- Il debito di NewCo viene traslato su B: attentato alle aspettative di soci di minoranza e di creditori sociali



La riforma dell' “assistenza finanziaria” ex D. Lgs. 142/2008 e la modifica dell'art. 2358 c.c.

La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle seguenti condizioni:

1. L'importo complessivo delle somme impiegate o delle garanzie fornite non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato
2. Deve essere costituita una riserva indisponibile dell'importo prestato o oggetto di garanzia
3. Deposito, 30 gg. prima di assemblea, di relazione degli amministratori descrittiva delle ragioni e degli obiettivi imprenditoriali dell'operazione, dell'interesse per la società, dei rischi per la liquidità e la solvibilità e attestante, tra l'altro, che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato
4. Autorizzazione assemblea straordinaria (pena – probabilmente – la nullità del prestito)



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 MLBO 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 del soggetto incaricato della revisione legale dei conti 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...
 - La target può ben essere anche una s.r.l.
- Una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra facendo leva sulla capacità di indebitamento della target, 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 MLBO: 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



Il rapporto tra art. 2358 c.c. e art. 2501bis c.c.

Acquisizione con indebitamento

- Senza successiva fusione (LBO): si applica solo l'art. 2358 c.c.
- Con successiva fusione (MLBO): si applica sia l'art. 2358 sia l'art. 2501bis c.c.



Le condizioni di “sindacabilità” dell’operazione

- L’operazione non ha luogo “a condizioni di mercato”; mette a rischio la liquidità e la solvibilità della società; non realizza un meritevole interesse imprenditoriale
- L’operazione non realizza “al meglio” l’interesse della società quando il prestito o la garanzia beneficiano amministratori della società o della controllante



Rimedi

- Opposizione dei creditori sociali alla fusione
- Azione di risarcimento danni per violazione obblighi informativi ex art. 2501*bis* c.c.



Grazie e arrivederci

Copia di queste *slides* in

www.studiodepoli.it

Dubbi o richieste a

direzione@studiodepoli.it