



---

# Gli SFP nell'ambito delle operazioni di *distressed* M&A

*Alberto Franzone*  
*Umberto Paolo Moretti*

Milano, 17 giugno 2014

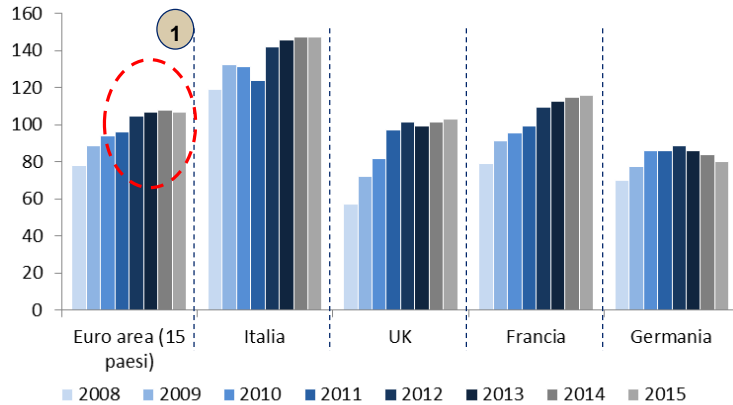
*Il cambio di controllo rappresenta attualmente una soluzione importante per riuscire ad implementare operazioni di ristrutturazione di successo*

- ❶ Nei mercati più evoluti, in particolare quelli anglosassoni, una delle soluzioni principali di un processo di ristrutturazione è rappresentata dal cambio di controllo, che può realizzarsi:
  - direttamente, attraverso la vendita della società e/o l'ingresso di un partner industriale/finanziario
  - in due (o più) fasi, con un iniziale ingresso diretto nel capitale da parte dei creditori e con la successiva vendita ad un terzo, tipicamente una volta che sia stato avviato il processo di *turnaround* della società
- ❷ Tale approccio consente alla società di essere dotata delle risorse necessarie all'implementazione della ristrutturazione industriale e, più in generale, di una struttura finanziaria compatibile con i livelli di redditività attesa e con i rischi di *execution* tipici di un processo di riorganizzazione
- ❸ L'obiettivo del presente documento è quello di stimolare la discussione sull'opportunità/possibilità di creare anche sul mercato italiano le condizioni per facilitare tali tipi di intervento, attraverso un confronto con l'esperienza nel Regno Unito

# ATTESO UN MIGLIORAMENTO SUL MERCATO CREDITIZIO E UN MAGGIORE INTERESSE DA PARTE DI INVESTITORI STRANIERI

*E' prevista una ripresa per il 2014 trainata da un più facile accesso al credito*

## Debito pubblico/PIL (%)

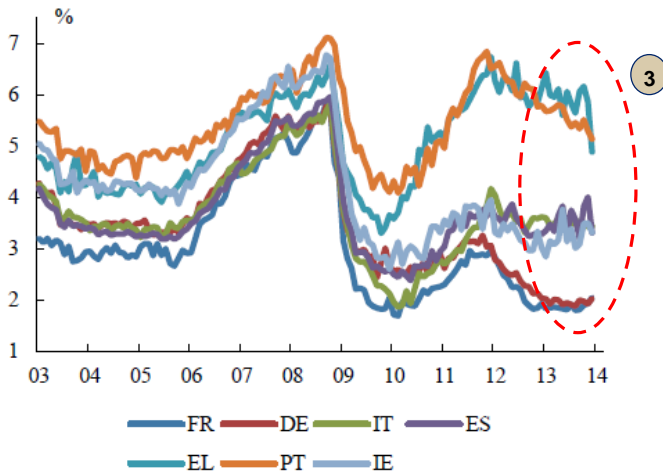


Fonte: European Economic Forecast 2014 – EU Commission

## Commenti

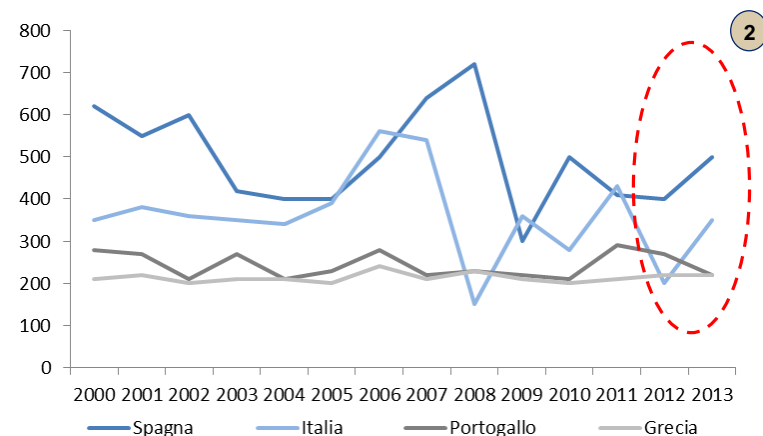
- 1 **Riduzione del debito/PIL europeo dal 2014 trainato dalla ripresa del PIL, mentre l'Italia continua a mostrare un trend in lieve aumento**
- 2 **Crescita significativa degli investimenti esteri verso Spagna e Italia, in controtendenza rispetto al biennio '07-'08**
- 3 **Confermata la strategia della BCE di rilanciare l'accesso al credito – Il Presidente Draghi ha recentemente annunciato:**
  - 1 **La riduzione del tasso di rifinanziamento marginale dallo 0,7% allo 0,4% (minimo storico)**
  - 1 **Nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine per il sistema bancario per €400bn, con vincoli legati all'erogazione del credito all'economia reale (TLtro)**

## Livello tassi d'interesse alle imprese



Fonte: European Economic Forecast 2014 – EU Commission

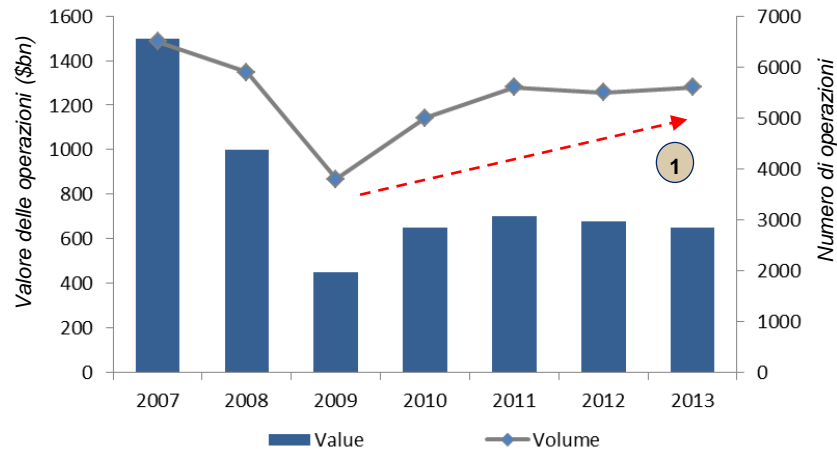
## Investimenti diretti esteri (€bn)



Fonte: Economist

Il mercato M&A europeo e UK hanno mostrato una ripresa dopo la crisi del 2008-2009, mentre il mercato italiano ha evidenziato una costante diminuzione sia in termini di volumi sia di valori

## M&A in Europa

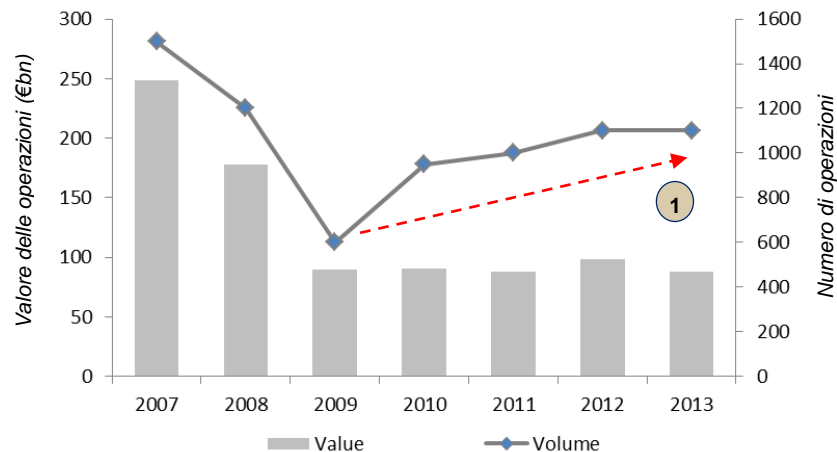


Fonte: Mergermarket M&A Trend Report 2013

## Commenti

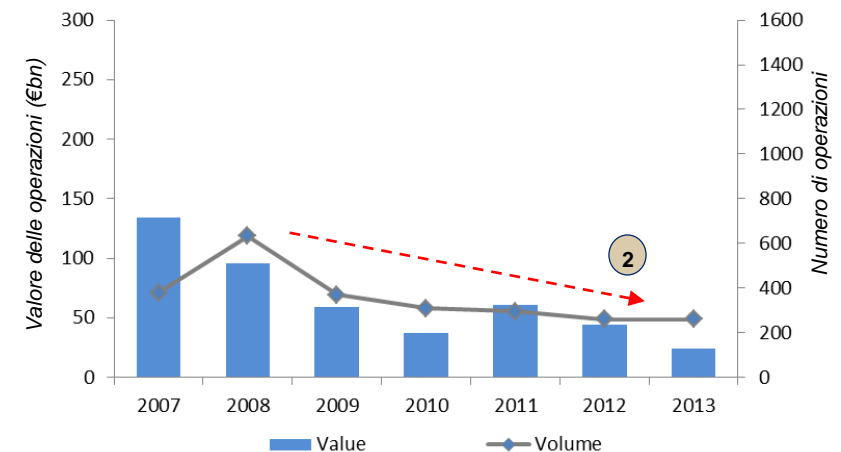
- 1** Ripresa significativa in termini di numero di operazioni sia a livello europeo che a livello UK trainati sia dalla ripresa economica che dall'abbassamento medio del livello dei multipli
- 2** Continua riduzione sia del numero di operazioni sia del valore delle transazioni di M&A sul mercato italiano parzialmente compensata dall'acquisizione da parte di investitori stranieri di "eccellenze" locali (e.g. Loro Piana, Brioni, Poltrona Frau)

## M&A in UK



Fonte: Mergermarket M&A Trend Report 2013

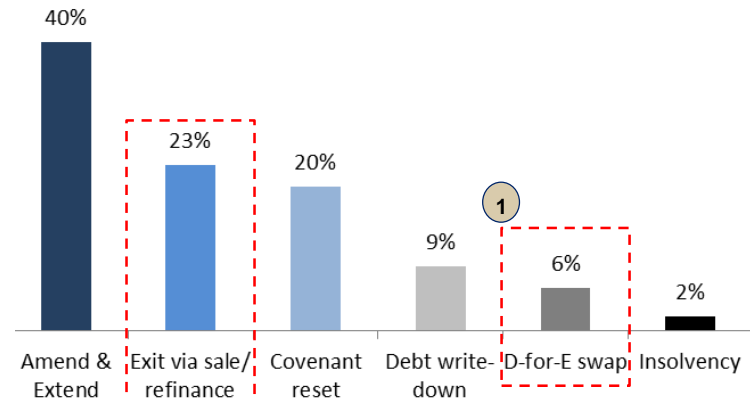
## M&A in Italia



Fonte: Mergermarket M&A Trend Report 2013

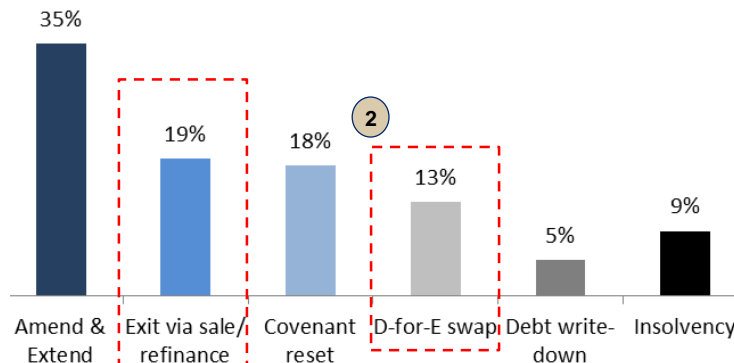
Rispetto all'Italia il contesto legislativo e di mercato inglese favorisce maggiormente l'implementazione dei processi di restructuring

## Strategie di Restructuring in EU nel 2013



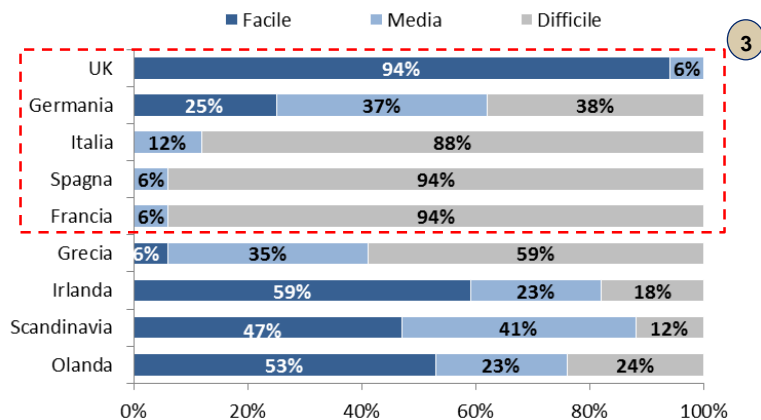
Fonte: European Restructuring Outlook 2014 - Deloitte

## Strategie di Restructuring in UK nel 2013



Fonte: European Restructuring Outlook 2014 - Deloitte

## Implementazione dei processi di restructuring



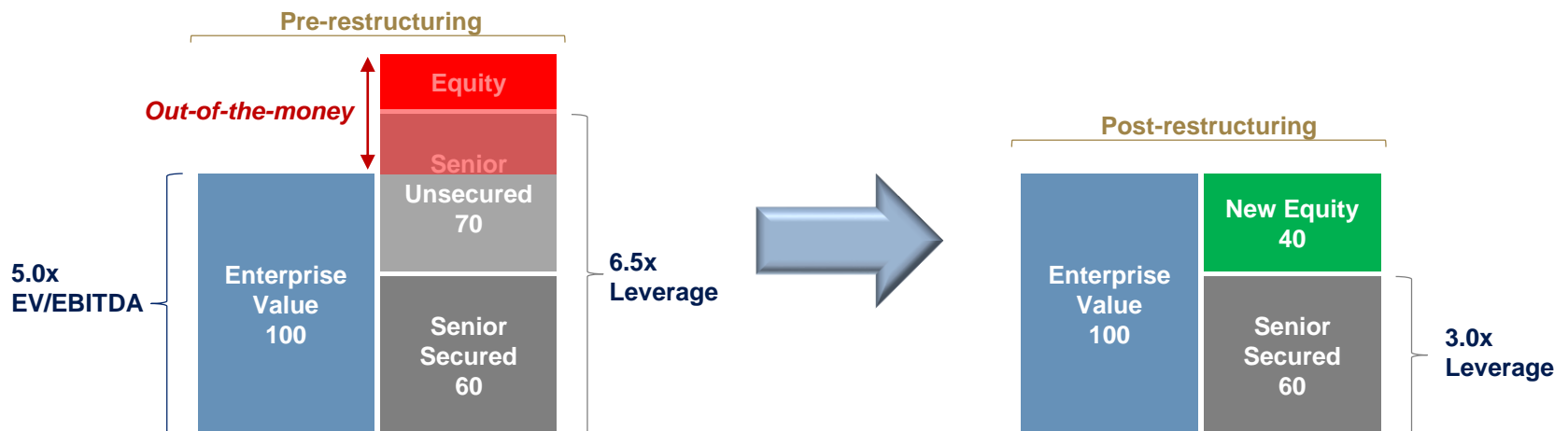
Fonte: European Restructuring Outlook 2014 - Deloitte

## Commenti

- 1 Solo il 6% delle ristrutturazioni europee nel 2013 sono state implementate attraverso *debt-for-equity swap*
- 2 In UK si è registrato un maggiore utilizzo della strategia *D/E swap* rispetto alla media europea (13% del totale delle operazioni), poiché le banche hanno iniziato a gestire più attivamente la *governance* delle società
- 3 Italia, Francia e Spagna sono considerati i paesi più ostici nei quali implementare un'operazione di ristrutturazione a causa della regolamentazione locale

*Il Regno Unito è caratterizzato da un contesto giuridico ritenuto particolarmente favorevole all'esecuzione dei processi di ristrutturazione*

- ① Ai fini della presente discussione uno degli aspetti che maggiormente rileva è rappresentato dalla relativa semplicità di «forzare» un *Debt-for-Equity Swap* da parte dei creditori laddove l'*Enterprise Value* (stimato in maniera per quanto possibile oggettiva) sia inferiore all'ammontare del debito
- ① E' evidente che tale approccio faciliti eventuali operazioni di M&A (e, più in generale, il reperimento di nuove risorse finanziarie) in quanto consente alle controparti interessate:
  - **in una fase preliminare**, di investire nelle tranche di debito che è più probabile siano oggetto di conversione (c.d. **fulcrum security**), assumere un ruolo attivo nel processo di ristrutturazione e, in caso di *D/E swap*, di procedere direttamente all'ingresso nel capitale
  - **post D/E swap**, di affrontare una negoziazione diretta con i «nuovi» azionisti (i.e. i detentori di crediti oggetto di conversione) sulla base di scenari valutativi realistici e di una solida struttura finanziaria della società target





## *Il contesto italiano non facilita un utilizzo «virtuoso» degli Strumenti Finanziari Partecipativi*

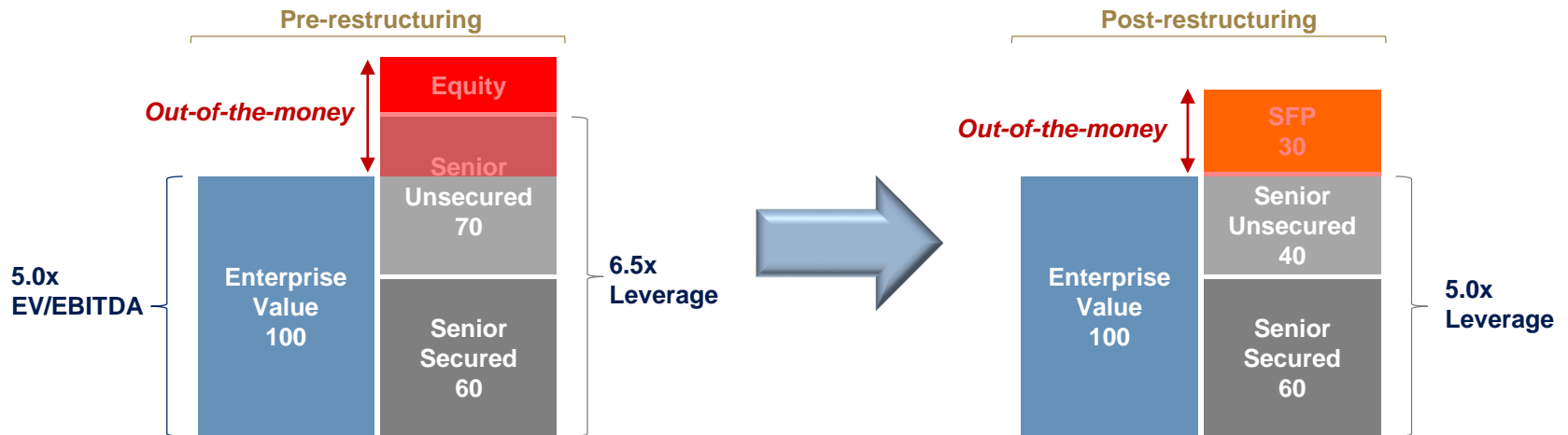
- ❶ La legislazione italiana è caratterizzata
  - dall'assenza di un meccanismo che «cristallizzi» in maniera oggettiva il valore della società
  - dal ruolo di *decision maker* ultimo ricoperto dall'azionista
- ❷ Nei fatti ciò rende estremamente difficoltoso impostare un processo di ristrutturazione sul presupposto che si dia luogo ad un *change of control* e/o all'ingresso di nuovi partner; di conseguenza la definizione del valore della società (e della struttura finanziaria) è quasi esclusivamente il frutto della dinamica negoziale tra:
  - Le **banche creditrici** che hanno come obiettivo principale la minimizzazione degli eventuali *write-off* e
  - Gli **azionisti** che intendono minimizzare le concessioni in termini di *governance*
- ❸ L'effetto finale di tale dinamica negoziale è spesso quello di:
  - Rendere l'SFP uno strumento strutturalmente *out-of-the-money* privo di significativi diritti di governance
  - Lasciare la società con un livello di indebitamento superiore a quello ottimale
- ❹ Le conseguenze negative di tale impostazione risultano evidenti, in un'ottica di risoluzione definitiva dello stato di crisi:
  - Scarsa flessibilità nell'implementazione del *turnaround* industriale
  - Difficoltà di reperimento di nuova finanza da terzi a titolo di debito o di *equity*
  - Sostanziale impossibilità di costruire una eventuale *exit* attraverso un'operazione di M&A se non impostando un ulteriore processo di ristrutturazione

Un utilizzo non «virtuoso» degli Strumenti Finanziari Partecipativi lede la possibilità di costituire una struttura finanziaria sostenibile e conseguentemente riduce l'appetibilità dello strumento stesso



## Principali ipotesi “implicite”

- ❶ Assenza di un meccanismo che «cristallizzi» in maniera oggettiva la valutazione della società
- ❶ Definizione del valore della società quasi esclusivamente come frutto della dinamica negoziale tra azionisti e banche



## Principali conclusioni

- ❶ Limitata flessibilità nell'implementazione del *turnaround* industriale
- ❶ Difficoltà nel reperimento di nuova finanza a titolo di debito e/o equity



*Gli SFP potrebbero essere utilizzati per facilitare l'attività di investimento anche da parte degli investitori esteri*



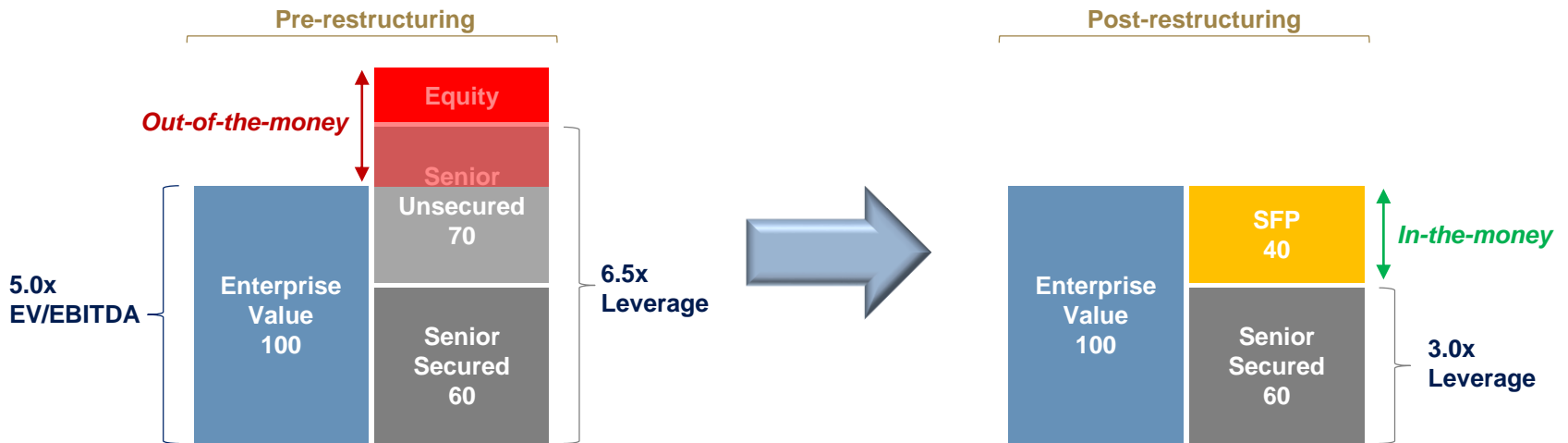
- ❶ Alla luce del rinnovato interesse degli investitori esteri per il mercato italiano, gli SFP potrebbero fungere da utile strumento di facilitazione dell'attività di investimento da parte di tali soggetti
- ❷ In quest'ottica:
  - Gli SFP dovrebbero essere strumenti *in-the-money* accompagnati da opportuni diritti di *governance* (eventualmente potenziali e/o legati al verificarsi di particolari eventi)
  - La struttura finanziaria dovrebbe essere tarata su un livello di leva sostenibile, anche tenuto conto delle esigenze connesse al piano di rilancio della società
- ❸ Una simile impostazione darebbe luogo ad un circolo virtuoso:
  - A fronte di una struttura finanziaria sostenibile gli **azionisti esistenti** potrebbero essere maggiormente propensi ad offrire significative concessioni in termini di *corporate governance*
  - I **creditori** si troverebbero a detenere uno strumento liquidabile dal giorno 1, potendo quindi scegliere tra una riduzione immediata dell'esposizione ed il mantenimento di un potenziale futuro *upside* (o un mix delle due)
  - Gli **investitori** avrebbero l'opportunità di investire in una società dotata di una struttura finanziaria appropriata, attraverso uno strumento dotato di effettivi diritti di *governance* e ad una valutazione allineata con le effettive prospettive reddituali della società
  - La **società** verrebbe posta nelle migliori condizioni per poter implementare il processo di *turnaround* industriale, aumentando la possibilità di reperire nuova finanza, e mitigare il rischio di *execution*

# SFP – UN POSSIBILE USO “VIRTUOSO”

Un utilizzo «virtuoso» degli strumenti finanziari partecipativi faciliterebbe la creazione di una struttura finanziaria sostenibile, garantendo la liquidabilità dello SFP ed una maggiore attrattività per gli investitori

## Principali ipotesi “implicite”

- 1 SFP accompagnati da opportuni diritti di *governance*
- 1 Definizione di una struttura finanziaria sostenibile e allineata ai piani di rilancio della società

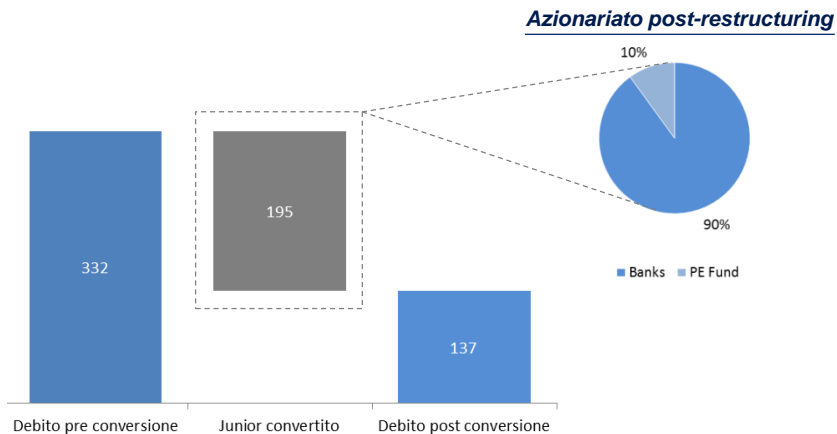


## Principali conclusioni

- 1 Mitigazione del rischio di *execution* e maggiore flessibilità nell'implementazione del *turnaround* industriale
- 1 Maggiore attrattività per gli investitori



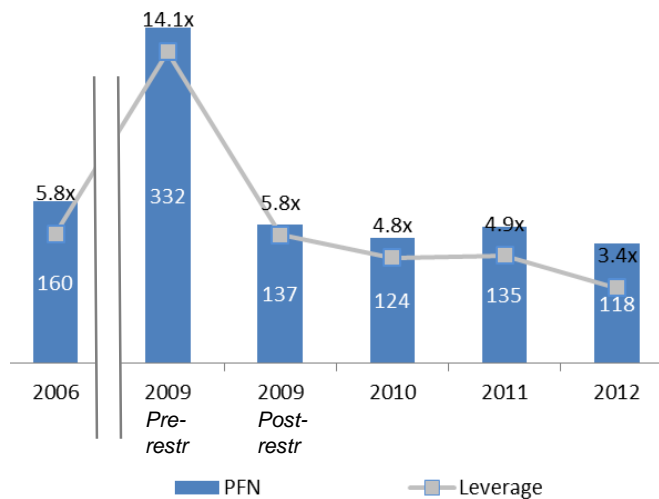
## Conversione debito bancario – Ottobre 2009



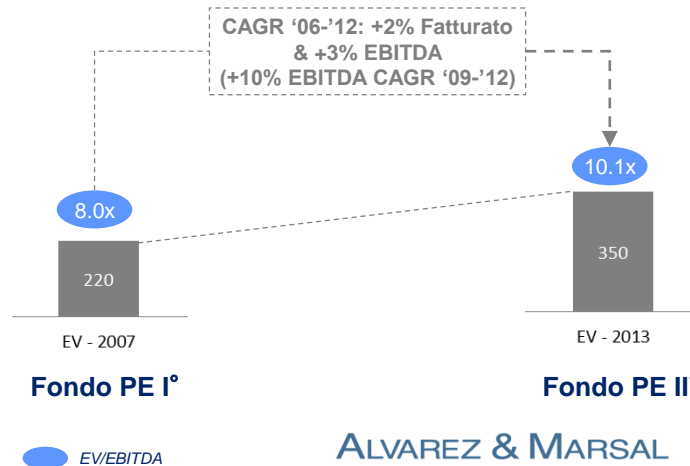
## Commenti

- Il caso sintetizzato in questa slide rappresenta un caso di scuola di ristrutturazione effettuata attraverso un *D/E swap* e conclusa con successo attraverso un'operazione di M&A
- Il *D/E swap* ha dotato la Società di una struttura finanziaria sostenibile, facilitando in tal modo l'implementazione del piano di *turnaround*
- Il miglioramento di *performance* che ne è conseguito ha garantito un'uscita a valori superiori (sia in termini di valore assoluto, che di multiplo) a quelli di entrata dell'originario LBO, consentendo il recupero integrale del credito convertito

## Evoluzione PFN e Leverage 2006-2012



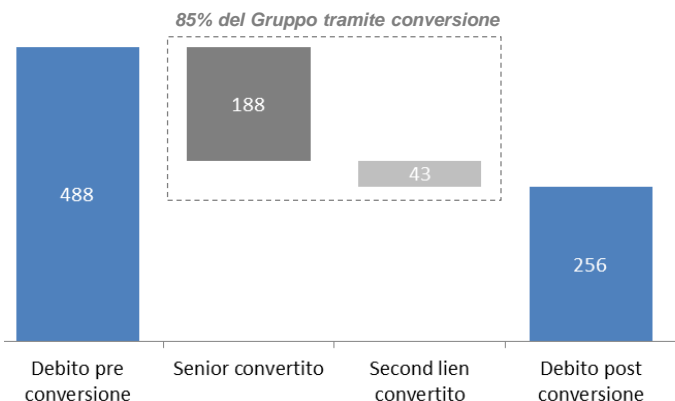
## LBO pre-restr. (2007) e LBO post-restr. (2013)





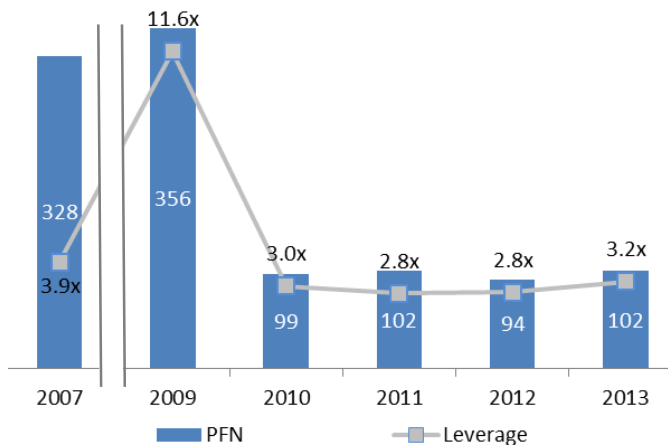
## Conversione debito bancario – Marzo 2010

(€m)



## Evoluzione PFN e Leverage 2007-2013

(€m)

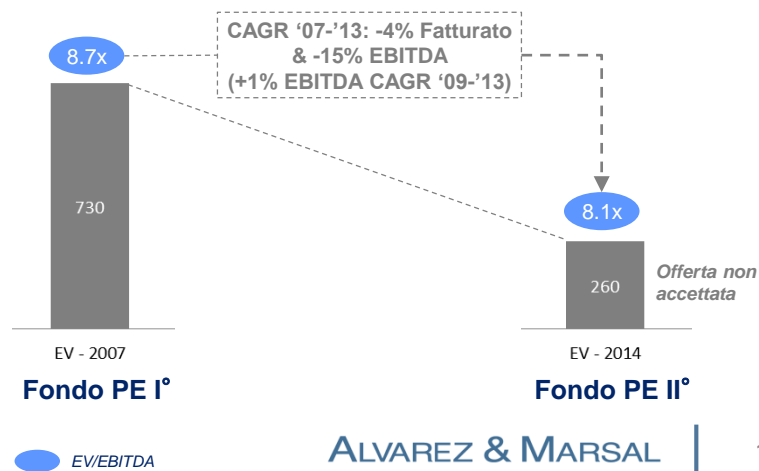


## Commenti

- 1 Anche in Italia si sono registrati esempi di ristrutturazione attraverso la conversione del debito in capitale, mirata ad un effettivo ribilanciamento della struttura del capitale
- 1 Tali esempi si sono tipicamente presentati nelle ristrutturazioni di operazioni ex-LBO, laddove la natura dei soggetti coinvolti ha consentito di "importare" le *best practice* tipiche del mercato anglosassone
- 1 Il caso presentato evidenzia come la riduzione della leva ad un livello sostenibile consenta di gestire eventuali *underperformance*/slittamenti del *turnaround* senza dover ricorrere ad una ulteriore ristrutturazione e senza che questo infici la possibilità di costruire un'uscita attraverso la cessione

## LBO pre-restr. (2007) e nuova offerta (2014)

(€m)



ALVAREZ & MARSAL