

COME AFFRONTARE LE CRISI D'IMPRESA

L'acquisto di debito a sconto, dal buyback al distressed m&a

La crisi finanziaria dell'ultimo biennio e il suo recente colpo di coda hanno determinato un fenomeno parzialmente inedito, soprattutto per le sue proporzioni ed estensioni: la diffusa presenza, sul mercato secondario, di titoli di debito a forte sconto, persino di società relativamente sane, ma indebitate.



Marco Colacicco, dello studio omonimo, specializzato in finanza aziendale straordinaria e consulenza fiscale

Questo scenario ha stimolato, soprattutto nel mondo anglosassone, una serie di operazioni sul debito corporate con due diverse origini e motivazioni, accomunate dalla finestra di opportunità percepita:

1. buyback del debito, visto come opportunità per ridurre la leva o per realizzare guadagni straordinari ritenuti idonei a tamponare problematiche di rispetto dei covenants;
 2. acquisti a sconto di debito di società terze da parte di fondi distressed o di turnaround, che hanno via via preferito questa alternativa alla più classica negoziazione dell'equity, anche come mezzo per prendere il controllo dell'azienda target.
- In conclusione del ciclo di pubblicazioni sulla tematica della crisi d'impresa e sugli strumenti di risanamento è opportuno dedicare qualche riflessione, di opportunità e fattibilità, in ordine a una possibile maggior diffusione anche nel contesto italiano delle operazioni di buyback del proprio debito, sinora molto rare, o di investimento a sconto di debito di società terze, sicuramente più diffuso.

Una società debitrice di se stessa? Il primo interrogativo che occorre porsi è se una società possa essere nella sostanza debitrice di

se stessa. La tematica, già approfondita nel mondo anglosassone, è delicata (basti pensare alla tematica dell'assistenza finanziaria o alla legittimità dell'esercizio di attività finanziaria da parte dell'acquirente) e rende opportuna una strutturazione fondata su veicoli ad hoc per realizzare l'operazione. I fondi internazionali tendono infatti a utilizzare un approccio top-down nel gestire queste opportunità, strutturando Spv estranei al perimetro di consolidamento della società target.

L'utilizzo del cash flow per finalità non industriali. Al di là degli aspetti legali, le operazioni di buyback del debito sono solite generare una sostanziale dialettica fra i finanziatori e i soci/investitori che intendono perseguire l'opportunità dell'acquisto a sconto del debito delle società controllate.

Un primo oggetto di controversia è rappresentato dall'utilizzo dell'excess cash flow per finalità non proprio industriali, ma spesso ritenute dai finanziatori di natura speculativa; la

reflessione è se tali operazioni violino o meno lo spirito e le previsioni sottostanti ai contratti di finanziamento.

La natura del capital gain a confronto con i covenants. Un secondo aspetto controverso si pone al momento di discernere la natura, ordinaria o straordinaria ai fini dei covenants, del sostanziale capital gain realizzato quale differenza tra il valore nominale dei titoli di debito acquistati e il prezzo a sconto pagato. La preoccupazione è che tale operazione possa avere la primaria finalità di generare guadagni straordinari idonei a rispettare i covenants previsti dai contratti di finanziamento.

Quando l'operazione è l'occasione per un sostanziale deleverage. Nell'apprezzamento della natura o della finalità dell'operazione una discriminante fondamentale è rappresentata dall'origine delle risorse finanziarie utilizzate per la realizzazione dell'operazione. Nel caso in cui queste ultime provengano esclusivamente dall'excess cash flow

aziendale si rischia di rientrare nelle dibattute questioni sopra evidenziate. Sostanzialmente diverso è il caso dell'investimento di risorse ad hoc da parte dei soci della target, tendenzialmente con la strutturazione di veicoli ad hoc come in precedenza ricordato, cosa che determina un reale deleverage della struttura di debito che va incontro all'interesse dei finanziatori che residuano.

Il fisco, socio occulto del capital gain. Non bisogna infine trascurare come l'operazione di buyback del debito non goda di alcun ombrello fiscale, offrendo all'amministrazione finanziaria l'opportunità di partecipare quale sostanziale profittevole socio di minoranza, ai benefici economici generati dall'arbitraggio finanziario. Nel caso, oggi non così frequente, in cui il soggetto che realizza l'operazione sia una società di diritto italiano, si prospettano differenti implicazioni a seconda che la stessa sia assoggettata ai principi contabili italiani od a quelli internazionali Ias/Ifrs. In quest'ultimo caso l'acquisto

a sconto del debito dovrebbe essere considerato come rimborso sotto alla pari dei titoli acquistati, generando di conseguenza l'imponibilità fiscale dello sconto rispetto al valore nominale. Diversa appare la situazione nel caso di adozione dei principi contabili italiani, dove si ritiene che l'acquisto determini l'iscrizione di un'attività di bilancio, destinata a determinare una tassazione - pari allo sconto tra valore nominale e prezzo pagato - o a termine, al momento del rimborso, o pro rata, sulla base della vita residua dello strumento.

Il distressed m&a sul debito. La presenza di titoli di debito a forte sconto sul mercato, o anche la semplice volontà dei finanziatori di ridurre i propri impieghi e rischio nel comparto dei leveraged buyout, hanno da un paio d'anni stimolato le operazioni di distressed m&a sul debito, che possono avere, oltre alla classica natura speculativa, anche l'obiettivo di pianificare scalate su target in tensione finanziaria. Quest'ultimo è l'aspetto di interesse, e del tutto attuale, determinato dalla crisi finanziaria dell'ultimo biennio: l'm&a realizzato costruendo posizioni sulla struttura del debito.

Due strade per ridurre la leva finanziaria

Il deleveraging, ossia la riduzione dell'indebitamento di natura finanziaria a livelli sostenibili, è elemento costante di ogni operazione di ristrutturazione, a prescindere dallo strumento adottato per implementare la manovra ipotizzata: il piano di risanamento, l'accordo di ristrutturazione piuttosto che il concordato preventivo.

Debt-to-equity swap. Per debt-to-equity swap, si intende la conversione della componente non sostenibile del debito in capitale sociale (equity) oppure in strumenti finanziari partecipativi (quasi equity). Tendenzialmente, la conversione inizia a interessare le componenti più junior del debito per poi estendersi verso l'alto nella scala di seniority. La sequenza è: investor debt, PIK, mezzanine, second lien per poi coinvolgere il senior.

Lo scenario di arrivo è di regola un quantitativo complessivo di debito pari alla somma fra (I) il debito residuo (in-the-money e non convertito) dopo un'adeguata riorganizzazione dello

economico di investitori finanziari (o classi di investitori finanziari) che congelano le proprie pretese in vista di un futuro ritorno, a manovra e rilancio aziendale effettuati.

Debt buy-back. È una diversa strategia di un deleveraging del business aziendale. Si tratta, in sintesi, del riacquisto a sconto del debito.

L'idea si è diffusa da quando, nell'ultima parte del 2007, il prezzo del debito negoziato sul mercato secondario ha iniziato a picchiare verso il basso. Il quasi mezzo miliardo di euro di debito senior riacquistato a sconto da Tdc è stato un deal pilota. A fronte di questa iniziativa del gruppo finanziato, le banche si sono subito chieste: «Si può fare?». La manovra è teoricamente fattibile (con acquisti diretti, sub-participation o strumenti derivati), anche se si riscontrano alcune difficoltà: ad esempio, la legittimazione del soggetto acquirente all'esercizio di attività finanziaria ovvero possibili implicazioni di assistenza finanziaria o di interesse sociale. In taluni casi, gli ostacoli sono stati superati effettuando buyback tramite banche o finanziarie facenti capo agli sponsor, in un'ottica di deleveraging complessivo nel portafoglio. Tuttavia, queste manovre hanno comportato un innalzamento della soglia dell'attenzione del ceto creditore: la tendenza è ora quella di inserire specifici limiti al riacquisto del debito proprio a cura del gruppo del mutuatario ovvero di sterilizzare dal voto gli acquisti di debito (sotto varie forme tecniche) a cura di società facenti capo agli sponsors (disenfranchisement). Insomma, le esposizioni possono essere una grossa preoccupazione, ma le banche desiderano avere il controllo della cura. Forse per questo motivo, il debt swap vince, per ora, sul debt buyback. (riproduzione riservata)



Riccardo Agostinelli, partner di Latham & Watkins, si occupa di finanza, distressed lending e ristrutturazioni

Il mercato italiano è ancora indietro su queste operazioni, per questioni sia regolamentari che culturali: se non sono mancati casi, seppure rari, di operazioni avvenute ad oggetto società italiane sono ancora più limitate le circostanze in cui i promotori siano stati imprenditori o soprattutto investitori del nostro Paese.

La struttura finanziaria squilibrata di tanti gruppi, anche economicamente sani, e soprattutto la volontà/necessità di molte istituzioni finanziarie di ridurre i propri impieghi a rischio indicano tuttavia con evidenza che questa è una strada e una strategia cui guardare con crescente attenzione nel prossimo futuro. (riproduzione riservata)

Marco Colacicco

(Quinta puntata di una serie di sei interventi)
Inviate le vostre domande in tema di ristrutturazioni all'indirizzo speve@ro@class.it o via fax al numero 02-58317318(09). Le risposte all'interno di un forum il prossimo luglio.

IL BUY-BACK DEL DEBITO A SCONTO

Obiettivi e vantaggi	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Deleverage a sconto ◆ Rispetto dei covenants ◆ Realizzazione capital gain straordinario
Problemi legali	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Assistenza finanziaria ◆ Legittimità esercizio attività finanziaria ◆ Strutturazione veicoli esterni al perimetro di consolidamento, controllati dall'investitore
La dialettica con i finanziatori	<ul style="list-style-type: none"> ◆ L'utilizzo dell'excess cash flow per finalità non industriali ◆ Il rispetto dei covenants mediante un capital gain straordinario ◆ L'origine delle risorse utilizzate per l'operazione
Temî fiscali	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Le diverse implicazioni in caso di applicazione di: <ul style="list-style-type: none"> ◆ principi contabili nazionali ◆ principi contabili internazionali Ias/Ifrs