



LBO  
Mezzanine  
Financing

- E' necessaria una analisi totalmente diversa da quella richiesta da un finanziamento garantito da beni reali come gli immobili.
- E' richiesta la capacità di analisi economico-finanziaria che attuano i manager d'impresa e gli investment manager con quindi know-how gestionale/finanziario piuttosto che i manager bancari e finanziari puri.
- Non vi sono formule standard di progettazione

- Il **finanziamento mezzanino** è un prodotto finanziario integrato composto da un insieme di strumenti finanziari con caratteristiche differenti e spesso in antitesi tra loro se analizzati singolarmente.
- In sintesi si sostanzia in un mix di forme di debito e/o di obbligazioni associate a **strumenti finanziari misti** caratterizzati da rendimenti in base a **tassi in parte fissi** e rendimenti collegati all'incremento eventuale di valore della azienda a cui il finanziamento è destinato; quest'ultima parte è definita **equity kicker** ed è finalizzata ad offrire al finanziatore del mezzanino la possibilità di partecipare agli apprezzamenti di valore di mercato del capitale di rischio dell'impresa finanziata.
- Il debito mezzanino è caratterizzato da una notevole flessibilità nelle forme in quanto deve basarsi sulla struttura dei flussi di cassa previsti adattandosi al meglio alle esigenze e caratteristiche peculiari della azienda finanziata.
- Il debito subordinato nel mezzanino assume le caratteristiche dello **zero coupon bond** quindi con flussi di cassa nulli fino alla scadenza o anche quella dello **Stepped interest** che prevede il pagamento di interessi a tassi inferiori a quelli di mercato al fine di aiutare l'impresa nell'arco dei primi 2-3 anni ( periodo critico di una operazione di LBO) per poi applicare un tasso di interesse di mercato fino alla scadenza ; tale configurazione è efficace per le aziende con un elevato tasso di crescita e con quindi fabbisogni finanziari crescenti fino alla stabilizzazione del trend. Il debito subordinato può assumere anche la configurazione di **PIK debt** (payment in kind) prevedendo il pagamento degli interessi non sotto forma di cassa ma attraverso l'incremento del valore nominale del debito sul quale vengono conteggiati.
- La **scelta della composizione del mezzanine financing** ha dei risvolti notevoli anche nei confronti degli altri finanziatori esistenti e potenziali (azionisti e banche); infatti:
  1. se è strutturato con una prevalenza della componente debito a costo elevato verrà percepito come capitale di debito riducendo quindi, per effetto anche degli oneri finanziari, la capacità di leva finanziaria della azienda.
  2. Se il mezzanino viene strutturato con una prevalenza della remunerazione sulla base di rendimenti attesi verrà assimilato al capitale di rischio quindi a basso costo (oneri finanziari ridotti) con un beneficio sulla potenzialità di leva dell'operazione di LBO.

- **La forma tipica del finanziamento mezzanino** è il finanziamento subordinato cioè un finanziamento a medio e lungo termine, in genere integrativo e subordinato nel rimborso (**subordinated debt**) rispetto al finanziamento primario (**senior debt**).
- Il debito subordinato è in genere coperto da una garanzia reale (**collateral**) sulle attività della azienda che però è residuale rispetto al debito senior con la conseguenza che in caso di inadempienza dell'impresa verranno rimborsati prima il valore nominale del senior debts e in via residuale, dal ricavato della liquidazione, il subordinated debts.
- I creditori junior per effetto della second security hanno una notevole influenza nelle decisioni di escussione in caso di inadempienza della società finanziata. Tale second security permette ai creditori junior di rendere impossibile ai creditori senior la messa in liquidazione della società (o dell'asset) senza il loro preventivo assenso ed è questa la ragione per cui il mezzanino con garanzia secondaria può risultare poco gradito ai creditori senior.
- I creditori senior, infatti, in caso di crisi della società sono portati alla sua liquidazione soprattutto se il valore di realizzo è vicino al valore del credito.
- Il debito subordinato seppur associato ad una garanzia reale sulle attività dell'impresa è comunque un finanziamento basato sui flussi di cassa attesi (cash flow lending) dato che la copertura del rischio in caso di inadempienza è debole/aleatoria, a causa dei senior, in caso di liquidazione della società.

Esistono sostanzialmente due principali tipologie di **clausole di subordinazione**: 1) la **subordinazione completa**: il creditore junior è subordinato solo rispetto ad uno specifico creditore (creditore senior) e quindi in relazione ad un definito ammontare di finanziamento, 2) la **subordinazione parziale**: il creditore junior è subordinato rispetto a tutti gli altri creditori dell'impresa finanziata includendo anche quelli che finanzieranno in futuro la società.

- Il mezzanino con clausole di subordinazione ha il vantaggio **di mantenere integra la capacità di indebitamento nei confronti del sistema bancario** che in genere assume il ruolo di creditore senior e quindi di creditore privilegiato rispetto ai junior in caso di crisi e di successiva liquidazione della società.
- Il finanziatore del mezzanino impone delle **restrizioni** (covenants) all'impresa al fine di compensare il maggior rischio del legarsi ai rendimenti attesi: preventivo necessario assenso per attuare operazioni di finanza straordinaria (acquisizione, cessione, riacquisto di azioni proprie etc.), per la distribuzione di dividendi, l'obbligo dell'impresa di mantenere l'indice di indebitamento (debito senior + junior / capitale di rischio) ad un certo rapporto e l'obbligo di mantenere un indice di liquidità (attivo corrente / passivo corrente) ad un dato valore.
- L'attrattiva del mezzanino è soggettiva e dipende dal grado di flessibilità di gestione desiderato, dato che si impongono all'impresa vincoli e restrizioni.