

# Indice

<b>Introduzione</b> , di <i>Marco Nicolai</i>	VII
<b>1 Il mezzanino: origini, attualità nel contesto italiano e ruoli futuri</b> , di <i>Marco Bortoli</i>	1
1.1 Le peculiarità del sistema economico e finanziario italiano	3
1.2 Il mezzanino nel sistema economico e finanziario italiano	16
1.3 Origini e sviluppo del mezzanino	23
1.4 Il contesto italiano dopo la crisi e il ruolo del mezzanino	36
<b>2 Le caratteristiche tecniche dello strumento</b> , di <i>Fabrizio Colarossi e Giorgio Gallizioli</i>	49
2.1 Struttura del finanziamento mezzanino	49
2.2 Subordinazione e covenant	69
2.3 Rendimento	88
<b>3 I vantaggi del mezzanino</b> , di <i>Fabrizio Colarossi</i>	107
3.1 I vantaggi per l'impresa finanziata	108
3.2 I vantaggi per gli azionisti	110
3.3 I vantaggi per i creditori junior (mezzanine player)	116
3.4 I vantaggi per i creditori senior	117
3.5 Criticità del mezzanino	118
3.6 Il ruolo del mezzanino alla luce degli accordi di Basilea	120
<b>4 Analisi dei mezzanine player italiani</b> , di <i>Sebastiano Provenzano</i>	127
4.1 I problemi e i rischi affrontati dagli operatori nel recepire il mezzanino	128

4.2	L'operatività dei mezzanine player italiani nel nuovo millennio	136
4.3	La natura giuridica degli operatori	142
4.4	L'emissione e la negoziazione di mezzanino	150
4.5	La corporate governance del mezzanine player sull'impresa target	151
4.6	Le prospettive future dell'operatività con mezzanino	152
<b>5</b>	<b>I casi</b> , di <i>Stefania Peveraro</i>	155
5.1	Avio	159
5.2	Sea	165
5.3	Ferretti	172
5.4	N&W Global Vending	178
5.5	Coin	184
5.6	Sirti	190
5.7	Sparco	196
5.8	Tamata	201
5.9	Venere	204
5.10	Comdata	208
	<b>Gli autori</b>	213
	<b>Glossario</b>	215
	<b>Bibliografia</b>	225

# Introduzione

di Marco Nicolai

La complessa articolazione del *mezzanine finance* lega questo strumento e le sue origini ai paesi finanziariamente più evoluti, quali Gran Bretagna e Stati Uniti, caratterizzati da operazioni finanziarie con elevati livelli di *financial leverage* e di dimensioni rilevanti. Non a caso, quindi, il *mezzanine finance* nasce in tali paesi quale naturale evoluzione del fenomeno delle emissioni obbligazionarie a elevato rendimento e come strumento di supporto alle grandi operazioni di *buyout* e non a caso è da tali paesi che deriva la letteratura più cospicua.

Il ritardo con cui il finanziamento mezzanino giunge in Italia testimonia un gap evolutivo del nostro paese rispetto ai mercati finanziari più evoluti, pur registrando, negli anni antecedenti la crisi, importanti dinamiche di sviluppo (si pensi che le erogazioni di mezzanino sono più che raddoppiate in tre anni, passando dai 310 milioni del 2004 agli oltre 684 milioni del 2007) presso le imprese e gli operatori italiani in virtù dell'appetibilità potenziale dello strumento per il sistema imprenditoriale italiano. Nel nostro paese, tuttavia, dalle cattedre universitarie fino al mercato finanziario, il concetto di *mezzanine finance* non ha trovato definizioni e misure univoche, a causa della presenza di pubblicazioni scarse e obsolete interamente dedicate al tema e della complessità e difficoltà di calare le nozioni derivanti dalla letteratura anglosassone nel nostro mercato.

Il libro nasce dalla volontà di far fronte a tali carenze fornendo un contributo aggiornato sullo strumento, anche alla luce della recente crisi economico-finanziaria, che in parte ne ha messo alla prova l'attitudine a svolgere un ruolo efficace al verificarsi di determinate fasi congiunturali.

Si rivolge a coloro che intendono approfondire il mezzanino da un punto di vista tecnico e che sono interessati a capirne le potenzialità e i possibili ambiti di intervento nel contesto attuale. La

pubblicazione intende altresì fornire una chiave di lettura sia qualitativa sia quantitativa, declinando l'evoluzione dello strumento e degli operatori e le dinamiche di mercato.

Al fine di legare le nozioni teoriche con i risvolti operativi dello strumento, l'analisi del *mezzanine finance* viene supportata da esemplificazioni, stralci contrattuali e da casi reali distinti per ambito di intervento, a seconda che si tratti di iniziative di *buyout*, *replacement*, *expansion*, IPO o delisting, per dimensione delle imprese beneficiarie, a seconda che siano piccole e medie imprese o grandi imprese, e per estrazione settoriale.

Il libro si colloca temporalmente in una fase cruciale dell'evoluzione del *mezzanine finance* all'interno del contesto italiano e mondiale, caratterizzata da una decisa battuta d'arresto dello strumento e questo dà l'opportunità di interrogarsi sulla natura e sull'utilità dello strumento proprio alla luce della crisi.

Infatti, nel corso degli ultimi due anni il volume di investimenti in mezzanino in Italia si è dapprima dimezzato (passando da 684,4 a 355,8 milioni di euro dal 2007 al 2008) e poi azzerato nel 2009, come analogamente accaduto a livello europeo (dove si è passati da 12.760 milioni di euro nel 2007 a 6.420 nel 2008, per poi precipitare a 948 milioni di euro nel 2009).

Tali dati vanno letti, tuttavia, alla luce del più ampio rallentamento dei mercati dovuto alla crisi: tutto il *private equity*, in particolare, ha sperimentato una forte contrazione degli investimenti, più che dimezzatisi in Italia nel 2009 rispetto al 2008 (passando da 5.458 a 2.615 milioni di euro). La congiuntura sfavorevole e gli impatti che essa ha avuto sul mercato del *private equity* aiuta, infatti, a spiegare il crollo del mezzanino, essendo la domanda di *mezzanine finance* trainata proprio dagli operatori del comparto, perlomeno per quanto riguarda le operazioni *sponsored*, parte più rilevante del segmento, che ha rappresentato, nel periodo 2003-2009, in termini di volumi erogati, circa il 99% del totale e, in termini di numero di operazioni, circa il 68% di tutti i finanziamenti mezzanini erogati in Italia.

Ma la recente crisi è senza dubbio un evento del tutto eccezionale, paragonabile solo a quella manifestatasi nel 1929: un giudizio dato sullo strumento osservando esclusivamente l'andamento degli ultimi anni sarebbe parziale.

Il ricorso al mezzanino, così come a tutti gli strumenti di finanza innovativa utilizzati per incrementare il livello di leva finanziaria in operazioni complesse come i *buyout*, necessita di condizioni esogene di mercato quali stabilità e adeguati tassi di crescita dell'azienda target, fondamentali per sostenere il costo dell'indebitamento. Tuttavia, gli ultimi anni non hanno garantito un contesto adeguato per operare con la dovuta serenità.

Ma se la crisi ha dimostrato che il mezzanino ha un «beta» elevato, è proprio ora che dovrà mostrare al mercato finanziario la propria utilità, forte delle sue caratteristiche peculiari, per proporsi nelle proporzioni e nei termini adeguati alla sua vocazione di fonte di finanziamento ancillare rispetto al credito bancario e al capitale di rischio e alla sua capacità di adeguarsi alle peculiarità dei profili dei suoi investitori.

Infatti, rispetto al credito senior, il mezzanino può coprire quote del fabbisogno finanziario aziendale da questo non soddisfatte, soprattutto grazie alla flessibilità che lo caratterizza – può essere strutturato in maniera tale da rispondere alle esigenze dei flussi di cassa operativi dell'azienda finanziata – e senza confliggere con gli interessi dei creditori senior, grazie alle caratteristiche di subordinazione e all'assenza o, comunque, alla scarsa rilevanza delle garanzie reali.

A ciò si aggiunga che il mezzanino è uno strumento maggiormente paziente rispetto al debito senior e che può permettersi di attendere una ripresa più decisa del mercato: nel periodo di boom, il mezzanino aveva una vita breve, attorno ai 18 mesi, salvo poi essere rifinanziato, mentre nel periodo di crisi ha allungato le durate medie degli investimenti. Il mezzanino presenta, quindi, piani di ammortamento del capitale maggiormente modulabili sulle esigenze peculiari dell'impresa, oltre che una *duration* mediamente superiore a quella del debito senior, più coerente con il finanziamento di progetti di sviluppo a medio-lungo termine e in grado di correggere in parte il tipico modello di *funding* della PMI italiana, spesso sbilanciato verso lo scoperto di fido e il debito di fornitura.

D'altro canto, il mezzanino può svolgere un ruolo complementare anche nei confronti del capitale di rischio, in quanto rispetto a quest'ultimo rappresenta uno strumento dal profilo rischio-rendi-

mento più equilibrato, in grado di garantire agli investitori un livello di remunerazione certo nel tempo, mantenendo comunque un livello di flessibilità superiore rispetto all'*equity*, grazie soprattutto alla possibilità di rinegoziazione del debito in determinate circostanze.

Tali caratteristiche rendono il mezzanino congeniale al fabbisogno finanziario di un grande numero di aziende, anche medio-piccole, relativamente consolidate e in fase di espansione, le cui prospettive presentano elementi di sufficiente solidità, compatibili con il rischio accettabile da parte di un investitore in debito, ma anche relativi margini di variabilità circa il profilo dei flussi attesi, ai quali può venire utilmente incontro proprio la flessibilità del mezzanino.

Se a ciò aggiungiamo una considerazione sull'attuale elevato livello di sofferenze del sistema bancario italiano (si parla di circa 74 miliardi di euro a ottobre 2010, di cui oltre 56 miliardi relativi alle imprese), si comprende quali spazi importanti si potranno aprire per il mezzanino nel prossimo decennio, anche nelle fasi di ristrutturazione d'impresa.

Permangono, inoltre, elementi a supporto di una più strutturale funzione dello strumento nel sistema economico italiano: il *mezzanine finance* può rappresentare infatti, per l'azienda italiana e la sua proprietà, proprio grazie alla presenza degli *equity kicker*, una forma meno invasiva e più graduale di finanziamento mediante capitale di rischio, meno lesiva degli equilibri societari e quindi in grado di attenuare la resistenza di certa imprenditoria a una ricapitalizzazione esterna. L'importante è non chiedere al mezzanino contributi che non è chiamato ad apportare. Tutta questa funzionalità è stata evidenziata anche facendo riferimento a una serie di casi aziendali che il contributo di Stefania Peveraro ha abbinato alla trattazione in parte più teorico-compilativa.

Una volta condivisa l'importanza del *mezzanine finance* e dell'impulso che può fornire al contesto italiano, ci si può infine interrogare sul contributo che il settore pubblico potrebbe apportare per favorirne lo sviluppo. In un contesto generalizzato di maggiore finanziarizzazione dell'intervento pubblico – intendendo con ciò la progressiva transizione dall'erogazione di contributi a fondo perduto verso impieghi finanziari con intensità di aiuto più contenute – il mezza-

nino può tranquillamente abbinarsi alle modalità di impiego anche del *public money*, purché con la consapevolezza che si debba farlo per il tramite degli operatori privati, sia per rispettare il principio di sussidiarietà, sia perché è difficile trovare nel contesto pubblico competenze specialistiche adeguate alla gestione di questi strumenti. Del resto non mancano i primi tentativi di applicazione della leva del mezzanino anche nelle *facilities* pubbliche: basti pensare al Fondo Seed di Regione Lombardia e alla nascente esperienza del Fondo Italiano di Investimento per le Piccole e Medie Imprese della Cassa Depositi e Prestiti. Si può quindi concludere che le potenzialità del *mezzanine finance* possono trovare anche in questo contesto storico buoni margini di applicazione e che è utile codificarne sempre più puntualmente sia le caratteristiche tecniche sia le esperienze in corso, come nell'intento di questa pubblicazione.

Ringrazio per l'impegno profuso sia gli autori e, nello specifico, Stefania Peveraro, sia gli operatori di questo mercato che si sono prestati al monitoraggio dei loro interventi e alla costruzione delle case history.