

“Unitranche”: una nuova forma di finanziamento

R. Ricozzi
M. Horrocks
Partners, Orrick

Nell'ordinamento italiano non mancano certo gli strumenti di finanziamento. Il nostro legislatore si è adoperato negli ultimi anni per individuare nuove forme di finanziamento rispetto a quelle fino a poco fa utilizzate, basti pensare all'introduzione dei “mini-bond” che tanto successo hanno avuto e continueranno ad avere.

E' tuttavia difficile immaginare una realtà imprenditoriale nella quale la scelta di reperimento di risorse finanziarie sia eccessivamente ampia.

Vale pertanto la pena affacciarsi sui mercati internazionali e capire cosa di nuovo viene prodotto. Scopriremo allora che una delle novità più recenti, una delle modalità di finanziamento in maggior evoluzione ed ancora poco nota nel nostro Paese è l'“Unitranche”.

E' una tipologia di finanziamento che – non sorprendentemente – è stata inventata a metà degli anni duemila nel mercato della finanza più dinamico al mondo: gli Stati Uniti d'America. Non proviene quindi da fonte normativa, ma dalla prassi che sempre si adatta alle esigenze contingenti.

Successivamente questo prodotto ha attraversato l'Atlantico ed il suo utilizzo si è diffuso in Europa, soprattutto nel Regno Unito. I dati disponibili segnalano nel nostro continente un volume di oltre 350 operazioni nel periodo 2012-2014.

L'Unitranche si distingue dalle altre tipologie di finanziamento perché sintetizza i rischi usualmente allocati tra due diverse categorie di prestatori di denaro a medio-lungo termine: il credito garantito, a basso costo per il debitore (noto usualmente come “senior”), ed il credito non garantito o parzialmente garantito, ad un costo maggiore per il debitore (tipicamente definito “mezzanine”).

Nella dinamica più comune per una società che cerca denaro, il prestito senior è quello che viene richiesto ed ottenuto prima: mettendo in garanzia i beni od i crediti migliori della società, è relativamente facile trovare un finanziatore a buoni tassi.

In una fase successiva, la medesima società cercherà di raccogliere altro denaro, oltre al prestito senior, per far fronte alle proprie esigenze di sviluppo e di investimento. E' a questo punto che si rivolgerà a soggetti che accettano minori garanzie o nessuna garanzia rispetto al finanziamento senior, chiedendo un interesse più elevato dinanzi ad un rischio altrettanto elevato.

I due procedimenti si svolgono quindi in due fasi cronologicamente successive, comportando inevitabilmente la necessità di concedere qualcosa in più ai finanziatori mezzanine, cui viene richiesto di investire in subordinate ad altri investitori



Il Castello di Miramare

che hanno maggiori garanzie. Tali concessioni non riguardano solo l'aspetto squisitamente finanziario, ovvero tassi di interesse più elevati, ma anche maggiori restrizioni nella gestione che si aggiungono a quelle già previste per il prestito senior, quali ad esempio "dividend lock", totali o parziali.

L'Unitranche sintetizza in un unico contesto queste due tipologie di finanziamento, senior e mezzanine, come si desume dalla contraddizione espressa già nel nome: "Uni" per unico e "tranche", che individua tipicamente una gradazione del rischio tra più creditori.

Infatti, la società che contrae il finanziamento negozia e stipula con un unico interlocutore. Sarà poi quest'ultimo a redistribuire il rischio del finanziamento con altri investitori, con rischi tra loro differenziati, tramite un accordo tra creditori che normalmente non coinvolge il debitore. Nell'accordo verrà concordato un ordine di percettori di capitale, di interessi e nella gestione delle garanzie ("tranche", appunto), che vedrà come primi coloro che accettano un ritorno sul prestito (leggi, "tassi") più basso, scalando gradualmente verso una decrescente tutela in cambio di tassi crescenti.

Il costo dell'Unitranche è giustificato dalla circostanza che le garanzie prestate non sono sufficienti a coprire l'intero prestito,



Trieste, la Sinagoga

collocandolo quindi a metà tra un finanziamento senior ed un mezzanine.

Senza pretesa di voler essere esaustivi rispetto a tutte le possibili varianti di Unitranche, ne delineiamo di seguito le caratteristiche più frequenti. L'importo complessivo del finanziamento non è superiore alla somma di un senior e di un mezzanine, mentre le condizioni applicate sono generalmente più convenienti. Anzitutto, diversamente dai tradizionali finanziamenti senior, prevedono il pagamento a scadenza ("bullet"), senza obblighi di ammortamento anticipato qualora il debitore generi un eccesso di cassa ("cash sweep"). In secondo luogo, sono meno stringenti gli obblighi di mantenere un adeguato margine operativo lordo sia in rapporto al debito complessivo della società (posizione finanziaria netta/EBITDA), sia in rapporto agli oneri finanziari (EBITDA/oneri finanziari). Infine, benché l'Unitranche sia uno strumento ibrido che ne include due diversi ed una molteplicità di investitori, la negoziazione viene condotta con uno solo di essi, garantendo maggiore celerità nella chiusura dell'operazione. In maniera efficace, l'Unitranche è stata infatti ribattezzata finanziamento "One-Stop" da uno dei più attivi operatori negli U.S.A..

Concludiamo evidenziando che l'Unitranche è uno strumento flessibile adatto ad una molteplicità di situazioni, sebbene il mercato mostra che è particolarmente apprezzato per due esigenze. Nelle operazioni di acquisizione che necessitano una leva finanziaria ("LBO"), per le quali l'importo che viene erogato nelle Unitranche è superiore a quello di un solo finanziamento senior, compensando così il maggior costo che l'Unitranche comporta. Una ulteriore frequente modalità di utilizzo è il rifinanziamento dei debiti esistenti che abbiano diverse gradazioni di garanzie, assicurandone l'Unitranche la ristrutturazione tramite un solo finanziamento, con un unico interlocutore.