

ATTUALITÀ

Il “Fund Finance”: un’ulteriore evoluzione nei prodotti bancari

6 Marzo 2023

Alessandro Fosco Fagotto, Partner, Head of Europe Banking and Finance, Dentons

Edoardo Galeotti, Managing Counsel, Dentons



Alessandro Fosco Fagotto, Partner, Head of Europe Banking and Finance, Dentons

Edoardo Galeotti, Managing Counsel, Dentons

> Alessandro Fosco Fagotto

Alessandro Fosco Fagotto è partner presso l'ufficio Dentons di Milano, responsabile della practice italiana ed europea di Banking & Finance. Ha maturato una profonda esperienza nell'assistenza a finanziatori, sponsor finanziari (fondi di private equity e private debt), investitori e altre istituzioni finanziarie, in relazione al supporto finanziario legato alle acquisizioni (con particolare riferimento al leveraged finance), nonché ad un vasta gamma di operazioni, sia domestiche sia cross-border, inclusi i finanziamenti corporate, i performance bond, il real estate finance e tutte le tipologie di garanzie, reali e personali. È inoltre esperto in operazioni di ristrutturazione del debito, con particolare riguardo alle operazioni destinate a preservare la continuità aziendale, così come in tutti i tipi di finanziamenti ad imprese in difficoltà.

1. Nozione

Con il termine *"Fund Finance"* viene identificata una particolare categoria di finanziamenti che si caratterizzano per la loro specifica destinazione e i relativi beneficiari. Tale peculiarità ne determina anche la loro complessità. Gli operatori in grado di gestire tale tipologia di prodotto, sia in termini di soggetti finanziatori che di professionisti coinvolti, rappresentano ancora, specialmente nel contesto italiano, una nicchia di mercato.

Rientrano in tale definizione i finanziamenti concessi, tipicamente da istituti bancari, a favore di fondi di investimento mobiliare e immobiliare. Sono usualmente messi a disposizione in forma c.d. *'revolving'* e hanno lo scopo di supportare specifiche esigenze finanziarie. In particolare, quelle di *"anticipare"*, da un lato, i richiami dei versamenti da parte degli investitori del fondo (cc.dd. *"Subscription Lines"*) e, dall'altro lato, le distribuzioni da effettuarsi a favore di questi ultimi (cc.dd. *"Asset-Backed/NAV Facilities"*). Le due finalità possono essere alternative (ovvero un fondo, a seconda del periodo di investimento in cui si trova, può decidere se strutturare l'operazione di finanziamento nella prima o nella seconda modalità) o, nelle strutture più complesse – quali, ad esempio, quelle previste nei finanziamenti ad ombrello concessi a favore di più fondi gestiti dal medesimo operatore – possono configurarsi in modo c.d. *"ibrido"* (ovvero prevedendo nella struttura contrattuale la possibilità che il differente utilizzo della linea di credito sia una scelta operata dal beneficiario del finanziamento).

Le ricadute tecniche che dipendono dalla scelta tra una *"Subscription Line"* e una *"Asset-Backed/NAV Facility"* sono rilevanti, sia in termini di valutazione del merito creditizio che di struttura contrattuale e pacchetto di garanzie associato.

Complice anche un favorevole mercato dei tassi, negli ultimi anni si è assistito ad una crescita sostanziale di questo mercato, con un numero sempre maggiore di operatori che cercano di avere accesso a tale tipologia di linee di credito. Con la rapida crescita di questo prodotto, si sono altresì verificate pressioni sui prezzi, in quanto gli istituti di credito sono entrati in concorrenza tra di loro per accaparrarsi quote di mercato.

Lasciando da parte il contesto americano e inglese, dove il prodotto è nato ormai più di vent'anni fa e oggi ha raggiunto un livello di maturità tale da rappresentare, di fatto, un'autonoma *asset class* di

investimento del credito bancario, nell'ultimo decennio il "Fund Finance" ha avuto uno sviluppo intenso anche nel mercato europeo, vedendo particolarmente attive le banche inglesi e francesi. Come anticipato, in Italia, tale tipologia di finanziamenti rappresenta ancora una nicchia di mercato nella quale, specialmente a livello di istituti bancari, coinvolge un limitatissimo numero di operatori. Ciò è dovuto, in parte, alla struttura media dei fondi di investimento nazionali che scontano, data la loro dimensione, una difficoltà di diversificazione del portafoglio dei loro investitori e investimenti e, in parte, per le peculiarità tecniche del prodotto che richiedono una specifica competenza da parte degli operatori bancari per poter valutare correttamente il merito creditizio della controparte.

Storicamente le "Subscription Lines" hanno rappresentato le prime tipologie di prodotto presentate sul mercato. Esse rispondono all'esigenza del gestore del fondo di poter avere uno strumento flessibile e che richieda una limitata attività gestoria per il suo funzionamento, da utilizzare quale alternativa temporanea alla raccolta della provvista dai propri investitori; attività quest'ultima che, come noto agli operatori, richiede un'elaborata attività amministrativa. In tale contesto, lo strumento di debito è strettamente collegato alla bontà del merito creditizio degli investitori, i cui impegni di versamento nei confronti del fondo rappresentano, di fatto, l'unica fonte di rimborso. Pertanto, il rischio di credito della banca è strettamente legato ai sottoscrittori del fondo e ai loro obblighi di fornire denaro quando richiesto ai sensi del relativo regolamento di gestione. Ciò richiede un'analisi dettagliata da parte della banca sull'affidabilità creditizia di tali soggetti nei confronti dei quali stanno effettivamente erogando il prestito nonché sulla struttura contrattuale sottostante. Tale operazione solitamente viene effettuata assegnando a ciascun investitore un *rating* e un tasso di anticipo nonché svolgendo una attività di *due diligence* legale sul regolamento di gestione del fondo e sugli eventuali accordi specifici con i singoli investitori (cc.dd. "side letters"), analizzando nel dettaglio i termini e le condizioni a cui il fondo può assumere indebitamento finanziario nonché le norme che regolano il richiamo dei fondi nei confronti dei sottoscrittori.

In alternativa, o quale opzione aggiuntiva alle "Subscription Lines", più di recente si è assistito ad una crescita significativa delle "Asset-Backed/NAV Facilities". Si tratta di linee di credito fornite ad un fondo, o a una società veicolo di proprietà di quest'ultimo (SPV), che non sono garantite dagli impegni di versamento degli investitori ma piuttosto dal flusso di cassa e dalle distribuzioni che derivano dagli

investimenti del portafoglio sottostante. Tipicamente questa tipologia di prodotto viene sfruttata da fondi per i quali si è concluso il periodo di investimento o che prevedono per la loro costituzione un unico *closing*, con sottoscrizione integrale dell'ammontare complessivo del fondo. A differenza di quanto accade con le "Subscription Lines", dove lo sguardo è rivolto "in alto", i finanziatori di queste linee di credito hanno l'obiettivo rivolto "verso il basso", ovvero nei confronti degli investimenti sottostanti, considerando che in questa fattispecie gli impegni di versamento dei sottoscrittori del fondo sono assenti o del tutto ininfluenti. L'analisi del merito di credito che le banche devono effettuare per questa tipologia di linee è molto diversa da quella necessaria per le "Subscription Lines", dovendo focalizzarsi essenzialmente sul valore di realizzo del sottostante.

2. I vantaggi del prodotto

Le ragioni che spingono l'utilizzo di tale prodotto sono molteplici e si differenziano a seconda della tipologia di finanziamento richiesto.

Per i fondi, i principali vantaggi delle "Subscription Lines" sono rappresentati dai seguenti: (i) avere la certezza che, nel momento in cui dovrà essere effettuato un investimento, siano disponibili i fondi necessari al suo completamento, eliminando il rischio che il ritardo o il mancato adempimento di un investitore possa comportare uno *shortfall* di cassa; (ii) migliorare la redditività del fondo incrementando l'IRR del medesimo. Grazie a questi strumenti, infatti, i versamenti dei sottoscrittori possono essere razionalizzati (con richiami accorpati una o due volte all'anno) ed effettuati successivamente al perfezionamento degli investimenti previsti. Il rendimento è quindi calcolato su una durata di tempo ridotta; (iii) consentire una maggiore flessibilità nella conclusione degli investimenti, in quanto il fondo non è più vincolato ai limiti temporali indicati nel regolamento di gestione per effettuare i richiami degli investitori; (iv) poter disporre di uno strumento di *back-up* che consenta al fondo l'emissione di garanzie a favore, ad esempio, di un potenziale venditore o per garantire il pagamento di eventuali penali o caparre nel caso in cui il fondo non proceda al perfezionamento di un investimento; (v) per dotarsi delle risorse necessarie ad anticipare a favore del venditore importi di cui quest'ultimo avrebbe diritto ma che non sono ancora disponibili (ad esempio, qualora nell'ambito di un'acquisizione, la *target* vanti un credito d'imposta che potrà essere ottenuto solo dopo l'acquisto); (vi) in caso di fondi immobiliari, consentire di disporre di finanziamenti a breve termine in attesa di ottenere linee di credito a medio-lungo termine

successivamente all'acquisizione del bene.

Quanto, invece, alle "Asset-Backed/NAV Facilities", i fondi hanno interesse al loro utilizzo principalmente per i seguenti motivi: (i) ottenere liquidità quando altri capitali non sono disponibili a condizioni accettabili, ad esempio per finanziare gli investimenti connessi alla ristrutturazione di immobili in locazione, quelli relativi a società in portafoglio o le spese connesse alla loro gestione o dismissione; (ii) contrarre prestiti garantiti dal valore del proprio portafoglio complessivo per sostenere uno o più investimenti poco performanti (ad esempio, per sanare una violazione dei *covenant* finanziari delle società in portafoglio); (iii) rifinanziare un debito eccessivamente oneroso a livello della propria società in portafoglio, quando lo stesso finanziamento ottenuto da quest'ultima non sarebbe disponibile o eccessivamente oneroso; (iv) integrare nel proprio portafoglio uno o più investimenti aggiuntivi in prossimità della fine della vita del fondo, al fine di aumentarne i rendimenti; (v) accelerare le distribuzioni agli investitori prima della definitiva liquidazione dello stesso.

Per gli istituti di credito finanziatori, invece, sia in caso di "Subscription Lines" che di "Asset-Backed/NAV Facilities" i principali vantaggi sono rappresentati da: (i) sviluppare relazioni più solide con le società di gestione del fondo, anche al fine di avere conoscenza con largo anticipo degli investimenti sottostanti, consentendo alle banche di posizionarsi in anticipo rispetto ad altri *competitor* sul finanziamento delle operazioni condotte a livello delle società *target*; (ii) consentire un adeguato impegno del capitale (solitamente l'ammontare di queste linee di credito non è mai inferiore al venti per cento del valore complessivo del fondo) con un relativo basso rischio di inadempimento e un pressoché inesistente rischio di fallimento.

3. Cenni alla struttura contrattuale delle "Subscription Lines" e delle "Asset-Backed/NAV Facilities"

La struttura contrattuale delle "Subscription Lines" e delle "Asset-Backed/NAV Facilities" è influenzata dalle peculiari caratteristiche tipologiche di questo prodotto. La sua natura temporanea spinge ad una modalità di utilizzo di natura c.d. "revolving", con periodi di utilizzo che raramente superano i 12/18 mesi. Quest'ultimo aspetto, in particolare, è un elemento che viene necessariamente disciplinato in funzione dei limiti di indebitamento previsti nei rispettivi regolamenti dei fondi.

Una maggiore differenziazione tra "Subscription Lines" e "Asset-Backed/NAV Facilities" è invece

riscontrabile nell'ambito delle garanzie che assistono tale tipologia di contratti.

Nel primo caso, la prassi prevede l'acquisizione di una garanzia pignorizia sul saldo del conto corrente bancario dove il fondo accredita i versamenti dovuti dai propri sottoscrittori accompagnata dal rilascio, da parte del gestore del fondo, di un mandato irrevocabile con procura a favore della banca finanziatrice avente ad oggetto l'esercizio, in nome e per conto del gestore del fondo, della c.d. "chiamata fondi" ai propri investitori, qualora si verifichi un caso di risoluzione, recesso o decadenza del beneficio del termine del contratto di finanziamento. Attraverso questa struttura, il creditore crea un meccanismo tale per cui il versamento dei fondi necessari al rimborso della propria esposizione avvenga senza che il gestore del fondo possa ostacolarne o ritardarne il perfezionamento. Quale ulteriore elemento rafforzativo di questo meccanismo, può essere prevista anche la costituzione di un pegno (o il perfezionamento di una cessione in garanzia) dei crediti vantati dal fondo nei confronti dei propri investitori relativi all'obbligazione di versamento delle rispettive quote di partecipazione. Tale ultima garanzia è prevista nella quasi totalità delle operazioni che coinvolgono i fondi di diritto lussemburghese mentre nei casi in cui sia coinvolto un fondo italiano tale garanzia viene assunta molto raramente, in considerazione degli ostacoli legati alle modalità di perfezionamento di tale tipologia di garanzia ai sensi della normativa italiana. Sotto il profilo più strettamente contrattuale, nelle "Subscription Lines", oltre a prevedere gli usuali *covenant* positivi e negativi previsti dagli *standard* di mercato, vengono aggiunte specifiche previsioni finalizzate, in particolare, a monitorare il mantenimento di un determinato rapporto tra l'ammontare complessivo degli impegni di versamento degli investitori del fondo non ancora oggetto di richiamo e il debito bancario, di volta in volta in essere. Altri impegni che tipicamente vengono previsti in tale tipologia di contratti coinvolgono le limitazioni alla modifica del regolamento del fondo nonché specifici impegni di informativa circa l'assenza, ad esempio, di inadempimenti ai richiami effettuati da parte dei sottoscrittori.

Con riferimento, invece, alle *Asset-Backed/NAV Facilities*, poiché la garanzia di rimborso del finanziamento è rappresentata essenzialmente dal valore del patrimonio sottostante, le garanzie reali spesso si limitano all'acquisizione di un pegno sui conti correnti sui quali vengono effettuate le distribuzioni o vengono accreditate le somme derivanti dalla dismissione dei beni detenuti dal fondo medesimo. Anche in questo caso, un ruolo preponderante a tutela del rimborso del finanziamento è svolto da specifici

covenant positivi e negativi previsti nella documentazione contrattuale. Tra questi si segnala quello che richiede il mantenimento di un determinato rapporto tra il valore complessivo del portafoglio detenuto dal fondo (NAV) e l'ammontare complessivo del debito, di volta in volta in essere.

4. Le prospettive di mercato del "Fund Finance" in Italia

L'evoluzione di tale prodotto è necessariamente influenzata dal mercato dei fondi di investimento nel suo insieme.

Nonostante l'insorgere di nuovi rischi (inflazione, aumento dei tassi di interesse, turbolenze geopolitiche) abbia contribuito all'aumento della volatilità e al rallentamento delle operazioni nella seconda metà del 2022, in considerazione della forte resilienza dimostrata dal settore durante la pandemia COVID-19 e tenuto conto delle misure governative volte a stimolare la crescita e gli investimenti, si intravedono elementi positivi che fanno ritenere che il mercato dei fondi di investimento continuerà a svolgere un ruolo di primo piano anche nel 2023. Ci si aspetta pertanto che il traino determinato dalle operazioni "a valle" possa contribuire positivamente all'incremento delle operazioni di finanziamento "a monte", aumentando le opportunità di concessione di nuove "Subscription Lines" e "Asset-Backed/NAV Facilities".

Un ulteriore stimolo nello sviluppo del prodotto verrà probabilmente fornito dalla chiusura, nel corso del 2023, della raccolta di nuovi fondi di investimento italiani di cui la stampa specializzata ha già fornito notizia in queste settimane.

La sua duttilità, il rischio contenuto di inadempimento e il *pricing* favorevole di tale prodotto, lo rendono uno strumento estremamente interessante, aperto ad utilizzi sempre nuovi che consentono di assecondare le sempre più variegata esigenze di flessibilità finanziaria dei fondi di investimento.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

