Con il private equity in azienda fa ingresso un nuovo socio

FINANZA ALTERNATIVA

Il finanziamento comporta la definizione di diversi equilibri di potere

Sul tavolo: governance, perdita del controllo e obiettivi di rendimento

Alessandro Germani

Nell'ambito della finanza alternativa il private equity rappresenta, senza alcun dubbio, la forma più invasiva per l'imprenditore. Questo perché con il private equity si riduce il controllo della società, quando non si rinuncia del tutto ad esso.

La perdita del controllo è, quindi, un fattore importante, che spesso suggerisce all'imprenditore di non intraprendere la strada del private equity. Da questo punto di vista, invece, sono assai meno invasivi la banca, il private debt e la stessa borsa. I primi due, infatti, sono in realtà dei finanziatori di debito e, per questa stessa caratteristica, non intervengono nell'equity e non incidono sul controllo. Nel caso della borsa, invece, dipende da come verrà strutturata l'operazione, ma è spesso possibile che si generi un determinato flottante garantendo comunque all'imprenditore il controllo di diritto o di fatto.

L'operazione di private equity può essere strutturata come maggioranza o minoranza. Nel primo caso il fondo acquisisce il controllo della società, talvolta anche integrale. Spesso il meccanismo viene regolato attraverso una clausola di "earn out", per cui l'imprenditore mantiene una determinata minoranza (ad esempio, il 20-30%) che gli verrà liquidata in un dato orizzonte temporale (ad esempio, due anni) al raggiungimento di determinati risultati.

Questo consente di allineare gli interessi fra le parti, garantendo un passaggio di consegne più morbido, che remunera il vecchio socio per la sua presenza prolungata, assicurando al fondo il fatto che ciò che ha sborsato corrisponde ad un'effettiva sovra performance aziendale, e dunque è giustificato.

L'operazione di maggioranza avviene spesso con le modalità del leveraged buy out (Lbo), ovvero il fondo costituisce una newco, la finanzia a titolo di capitale di rischio e di debito, ricorrendo alle banche per il cosiddetto «acquisition financing», e con quelle risorse acquisisce il controllo di una target (acquisto di partecipazioni). Il passo successivo consiste nella fusione per incorporazione fra le due realtà, per far sì che coincidano il rimborso del debito con i flussi di cassa necessari ad esso. Essendo operazioni volte al controllo, il fondo prende le redini dell'impresa nominando spesso il Ceo e il Cfo.

Per queste sue caratteristiche, poi, l'operazione può essere la risposta ideale all'esigenza del passaggio generazionale, quando l'imprenditore non abbia individuato alcun discendente in grado di continuarne l'attività.

Diverse sono le operazioni di "growth equity", nelle quali il fondo entra in minoranza per accompagnare per un tratto l'impresa. Ma, facendolo dal lato dell'equity e con il vincolo che il suo intervento sia di minoranza, questo determina la necessità di individuare da un lato il valore dell'impresa e dall'altro la quota di intervento del fondo. Perché se il valore è troppo basso e l'intervento ipotizzato elevato, ciò è in grado di determinare, talvolta, il superamento del 49 per cento. Si parla in questi casi di valore pre money e post money.

In uqesto caso, non essendo previsto il controllo, la conduzione aziendale resta saldamente in mano all'imprenditore. Tuttavia, l'ingresso con una partecipazione rilevante garantisce al fondo di poter avere un certo peso nella governance aziendale. Si assiste, così, al suo ingresso nell'organo amministrativo e in quello di controllo (riservandosi spesso la nomina del presidente del collegio sindacale).

Verranno, poi, negoziate tutta una serie di clausole per stabilire le maggioranze richieste per determinate operazioni, soprattutto quelle straordinarie o di richiesta di nuova finanza. Un tema particolare e delicato è quello delle clausole di covendita (drag along e tag along), perché da un lato l'imprenditore in maggioranza non dovrà essere bloccato dal fondo in minoranza, e dall'altro il fondo ha diritto ad accodarsi all'imprenditore se costui vende.

L'operazione di private equity genera tipicamente delle opportunità e dei rischi, entrambi da soppesare. Di sicuro aumenta la tensione al risultato dell'impresa e la sua efficienza, perché si va verso una sana cultura della performance. Questi aspetti possono però essere spinti eccessivamente, fino ad un'accezione negativa. Gli altri elementi da valutare sono il venir meno del controllo, le richieste di governance del fondo, il suo obiettivo di rendimento (Irr) che talvolta può condizionare eccessivamente la sua visione, soprattutto se troppo focalizzato sulla sua exit (che avviene tipicamente entro cinque anni).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IL BILANCIO

Nel 2019 deal per 4,9 miliardi

Aumentano le operazioni di private equity sulle piccole e medie aziende, ma diminuiscono i grandi deal. È questa la fotografia che emerge nel 2019 dall'analisi di Mergermarket, realizzata assieme allo studio legale Chiomenti e a Pwc.

Le attività di private equity hanno infatti registrato un rallentamento nel terzo trimestre con 28 acquisizioni per un valore di 648 milioni di euro registrando il valore trimestrale più basso dal quarto trimestre del 2016 (quando c'erano state 22 acquisizioni, per 673 milioni di euro di valore).

Per quest'anno, ad oggi, sono invece state registrate 84 acquisizioni per un valore di 4,9 miliardi di euro, rispetto ai 15,2 miliardi di euro e alle 77 operazioni dello scorso anno. Tuttavia nei due mesi che mancano alla fine del 2019, è attesa la chiusura positiva di altre transazioni.

Per quanto riguarda l'attività di fusioni e acquisizioni in Italia nel terzo trimestre (allargando il campo a compratori industriali e non solo ai private equity) sono state registrate 146 operazioni per un valore di 11,6 miliardi di euro, spingendo il valore da inizio anno a 24 miliardi di euro per un totale di 423 operazioni. Ciò rappresenta una diminuzione del 45,7% del valore rispetto allo stesso periodo del 2018 (44,1 miliardi).

© RIPRODUZIONE RISERVATA