

## Il merito delle imprese/2

L'ORGANIZZAZIONE

## Con l'equity impatto profondo su quote sociali e governance

## Rispetto alla banca e al private debt l'entrata del fondo modifica i rapporti di forza in azienda

PAGINA A CURA DI

Alessandro Germani

■ Nell'ambito della finanza alternativa può essere utile effettuare alcuni raffronti fra le differenti soluzioni, ovvero il private equity, il private debt e la quotazione in borsa, rispetto al tradizionale canale bancario. Ciò tenendo in considerazione tre aspetti, fra loro collegati, ovvero la diluizione dei vecchi soci, l'invasività del controllo operato dal finanziatore, gli aspetti di governance. Vediamo come si articolano le differenti soluzioni finanziarie in relazione a queste tre esigenze, senza mai dimenticare che tali scelte alternative non possono considerarsi sostitutive della banca, che resta il partner tradizionale dell'impresa.

Un primo aspetto di fondamentale importanza è la partecipazione al capitale dei vecchi soci e la possibilità che l'intervento di terzi finanziatori possa comportare la loro diluizione, aspetto sempre malvisto dall'imprenditore. Sotto questo profilo la banca resta il partner più "comodo", in quanto per definizione non interviene a livello di equity e quindi non determina alcuna modifica nelle percentuali partecipative dei vecchi soci. Al limite la banca, se interviene con della finanza straordinaria ad hoc, può richiedere ai vecchi soci un intervento in aumento di capitale, onde evitare che l'incremento del debito determini un eccessivo squilibrio a livello di rapporto di indebitamento (D/E).

Differente è invece la situazione negli altri tre casi. La quotazione in borsa determina una diluizione dei vecchi soci laddove la procedura di Ipo (initial public offering) avvenga sotto forma di Ops (offerta pubblica di sottoscrizione), perché l'aumento di capitale relativo, che comporta un afflusso di risorse per la società, riduce le percentuali partecipative dei soci a favore del mercato. Ciò non avviene, invece, quando la procedura si sviluppa con modalità Opv (offerta pubblica di vendita), in quanto sono proprio i vecchi soci che consapevolmente alleggeriscono la propria posizione a favore dei terzi entranti. Ma poiché in questo caso nessuna risorsa affluisce nelle casse sociali,

tale modalità è meno gradita al mercato e appare la meno indicata se la quotazione risponde all'esigenza di finanziare lo sviluppo.

L'intervento del private equity è per definizione un intervento di tipo equity, che determina quindi una riduzione partecipativa dei vecchi soci. La tematica non si pone qualora il fondo acquisisca la totalità delle partecipazioni in quanto il vecchio socio viene liquidato. E sarà poi il fondo a dover procurare la finanza per lo sviluppo. Diverso è il caso in cui l'intervento sia di minoranza, perché l'aumento di capitale relativo tende a ridurre la partecipazione dell'imprenditore per finanziare lo sviluppo. Da questo punto di vista l'intervento del private debt è salutato con maggior favore, perché l'apporto di debito non modifica i rapporti partecipativi preesistenti. In questo senso è perfettamente assimilabile alla banca. I casi in cui sono previsti dei mecca-

nismi di conversione in equity (warrant, equity kicker) servono infatti ad accordare al finanziatore un extra rendimento rispetto a quanto normalmente è in grado di garantire la componente del debito.

Un secondo aspetto di rilievo è il tipo di controllo operato dal finanziatore. Sotto tale profilo la banca opera il controllo più blando, perché è interessata al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale ma senza attenzioni particolari sul soggetto finanziato. È concettualmente simile anche il controllo operato dalla borsa, che dovrebbe articolarsi nelle oscillazioni del prezzo di listino. Ma in realtà non sempre i prezzi tengono conto della performance dell'impresa e sono rappresentativi del giudizio del mercato. Molto più incisivo è il controllo operato dal private equity, soprattutto nel caso di operazioni di maggioranza. Si parla in tal caso di approccio "hands on" che è finalizzato a migliorare la performance, cosicché il fondo spesso pretende la nomina del Ceo e del Cfo dell'azienda. In questo senso la pressione del fondo sull'impresa partecipata è piuttosto elevata. A metà strada si pone invece il controllo operato dal private debt, che non è così invasivo come nel caso del private equity ma comunque esercita un monitoraggio molto più incisivo di quello operato dalla banca.

I ragionamenti in tema di diluizione e di controllo introducono l'argomento della governance, ad essi collegato. Fintantoché l'impresa si finanzia presso la banca non si richiedono mutamenti sotto il profilo del governo societario. L'estremo opposto è invece rappresentato dalla borsa, che richiede una certa composizione a livello di organo amministrativo, con la presenza di soggetti in possesso di determinati requisiti. Ad esempio il segmento Star presuppone la presenza di amministratori indipendenti e di comitati interni. Un ripensamento a livello di corporate governance è legato anche all'ingresso del fondo di private equity, che generalmente impone la nomina di suoi rappresentanti sia nel Cda, sia nel collegio sindacale. Per le imprese familiari tipicamente chiuse, questo è un primo banco di prova che impone un certo cambiamento. Come visto in tema di controllo, il fondo di private debt si pone un passo più indietro rispetto al private equity anche per quanto concerne eventuali richieste di governance. Infatti, apportando solo debito, non necessariamente il fondo richiederà un posto in Cda o un membro dell'organo di controllo.

**Clausole societarie.** Se il fondo entra in minoranza

## Convivenza gestita con quorum qualificati

■ Nelle operazioni di private equity, alle tematiche di ingresso da parte di un socio terzo e alle richieste di corporate governance è connessa la previsione di tutta una serie di clausole societarie spesso assai delicate e fonte di possibile conflittualità. Vediamo la portata di quelle più frequenti.

Si tratta di clausole sia sociali, sia parasociali, in quanto possono essere contenute direttamente nello statuto o in accordi parasociali, cioè a latere dello statuto stesso.

Questi aspetti presentano un rilievo particolare quando il fondo interviene in minoranza, giacché si rende necessario gestire la convivenza dei diversi attori.

Una prima tematica attiene all'introduzione delle maggioranze qualificate, se non l'unanimità, per ciò che concerne tutte le operazioni che possono avere un impatto sul valore della partecipazione (quindi sull'enterprise value o sulla Pfn). Tali operazioni sono generalmente soggette al voto in assemblea o in Cda. Si tratta di acquisizioni, operazioni straordinarie o ricorso a finanza di tipo straordinario, ma anche la delibera di aumento di capitale può essere sottoposta ad accorgimenti particolari, in quanto può costituire l'espedito con cui la maggioranza - in particolare se provvista di finanza - può diluire la minoranza.

**CLAUSOLE DI COVENDITA**

Una seconda tematica riguarda le cosiddette clausole di covendita. Con la clausola di tag along (detta anche patto di accodamento) il socio di maggioranza che vuole trasferire le proprie partecipazioni a terzi deve garantire anche ai soci di minoranza la possibilità di vendere alle stesse condizioni. La clausola attribuisce quindi un diritto ai soci di minoranza, senza però che sia per loro obbligatorio vendere le partecipazioni. Ma se il socio di minoranza esercita questo diritto a quel punto sorge un obbligo per il socio di maggioranza, che deve garantire la vendita delle partecipazioni alle stesse condizioni concordate con l'acquiren-

te. Differente è invece il meccanismo della clausola di drag along (detta anche patto di trascinamento) con la quale il socio di maggioranza ha il diritto di trascinare nella vendita anche il socio di minoranza. Il drag along comporta un obbligo per i soci di minoranza di vendere le proprie partecipazioni. A fronte di questo obbligo, gli stessi hanno il diritto di vendere alle stesse condizioni del socio di maggioranza. La differenza tra tag along e drag along è che la prima clausola riconosce ai soci di minoranza un diritto alla vendita, mentre la seconda comporta per loro un obbligo. Tuttavia, al socio di minoranza viene sempre garantita la vendita alle stesse condizioni del socio di maggioranza.

**LA FASE DELL'EXIT**

Un altro aspetto riguarda l'exit dell'operazione di private equity, che tipicamente può avvenire attraverso la quotazione, la vendita ad un soggetto industriale (cosiddetto trade sale) o ad un altro fondo (cosiddetto secondary buy out). Ma ci può essere anche il riacquisto dell'imprenditore mediante:

- le risorse proprie
- il riacquisto da parte della società delle azioni proprie (già detenute dal fondo) ai sensi dell'art. 2357 c.c.

Il riacquisto dell'imprenditore può seguire una duplice logica. Da un lato, infatti, il fondo potrebbe volersi tutelare fin dal principio qualora una delle altre tre exit canoniche non sia percorribile, costringendo l'imprenditore al riacquisto delle partecipazioni che a seguito dell'operazione sono nella titolarità del fondo. Quindi in questo caso esso si tutela con la previsione di una opzione put che gli consentirà, ad una certa data, di vendere le proprie partecipazioni nella società ad un prezzo prestabilito. Qualora, invece, l'interesse al riacquisto delle partecipazioni sia dell'imprenditore, sarà costui a tutelarsi prevedendo un'opzione call di riacquisto. Possono infine esservi modalità di put&call attivabili da entrambi i soggetti.

**CONTROLLI PIÙ LIMITATI SE SI SCEGLIE LA BANCA****Effetto diluizione**

Non si verifica in caso di finanziamento bancario né di ricorso al private debt. Assume invece importanza nel caso di intervento del private equity in aumento di capitale. Similmente trova spazio nel caso di quotazione in borsa (Ipo) con offerta pubblica di sottoscrizione (Ops) e aumento di capitale sottoscritto dal mercato

**Controllo della performance**

Non viene effettuato dalla banca che presta attenzione solo al rispetto delle scadenze. La tematica assume rilevanza nel private equity e nel private debt. Nel primo caso c'è un controllo invasivo della strategia e dell'operatività, nel secondo caso il monitoraggio è comunque superiore rispetto alla banca

**Governance**

Nessuna richiesta particolare in caso di finanziamento bancario, mentre la quotazione impone l'assunzione di best practice in questo ambito. L'intervento del fondo di private equity comporta la presenza di membri del fondo sia nell'organo amministrativo, sia in quello di controllo. Talvolta alcune richieste di governance possono essere avanzate anche dai fondi di debito