

Il caso/1

LE MODALITÀ DI INTERVENTO

Il private equity entra nel capitale di rischio

Un'impresa è attrattiva se il rapporto Ebitda/fatturato supera il 10%

PAGINA A CURA DI

Alessandro Germani

Nell'ambito delle operazioni di finanza alternativa il private equity si pone come un passaggio cruciale, perché presuppone l'intervento del fondo nel capitale dell'impresa. Occorre comprendere quali siano le condizioni dell'impresa, a livello di indicatori di performance e di business, tali da renderla attrattiva per un fondo. E cosa comporti l'ingresso dello stesso nelle dinamiche dell'impresa. Partiamo da quelli che sono gli indicatori economico-finanziari che si richiedono all'impresa per poterla considerare appetibile. In generale a essa è richiesta una buona redditività, che è testimoniata dal livello in valore assoluto del proprio Ebitda. Può essere utile riportare lo stesso al fatturato determinando l'"Ebitda margin". Esso dipende in generale sia dalle caratteristiche del settore in cui l'impresa opera, che può presentare maggiori o minori tassi di redditività, sia dalla condizione dell'impresa rispetto ai propri competitor.

In linea di massima il rapporto dovrà essere superiore al 10%. Tanto più elevato sarà questo margine quanto maggiore sarà l'interesse del fondo e, verosimilmente, il multiplo che potrà essere applicato per la valorizzazione dell'impresa. Ma ciò non basta, in quanto l'intervento del fondo presuppone la sua uscita nell'arco di 5-7 anni con un congruo capital gain, che è figlio dell'apprezzamento di valore dell'impresa rispetto al momento di ingresso dell'investitore istituzionale.

LA «GROWTH STORY»

Sotto questo profilo è importante che ci sia una "growth story" che potrà essere rappresentata da:

- sviluppo nuovi mercati, nuovi prodotti o canali distributivi;
- consolidamento posizione;
- ricerca efficienza operativa che può condizionare nel bene la performance economico-finanziaria;
- ristrutturazione tesa al miglioramento della performance.

Partendo da questi elementi, comuni a tutte le operazioni di private equity, giova poi distinguere quelle di minoranza, che di solito avvengono con un aumento di capitale ad hoc, da quelle di maggioranza che di solito si

strutturano secondo la modalità del Lbo (leveraged buy out). Concentriamoci su queste ultime. Le operazioni di Lbo presuppongono, accanto all'apporto di equity, il ricorso al debito per l'acquisizione dell'impresa target. Il fondo in pratica costituisce una newco le cui fonti di finanziamento sono strutturate come segue:

- equity;
- debito junior o mezzanino;
- debito senior.

LA MISURA DELLA LEVA

Rispetto a fasi caratterizzate da un approccio più aggressivo con una leva accentuata tale per cui l'equity si attestava al 20-30% e il debito al 70-80%, assistiamo a una fase dove c'è molto più equilibrio fra i due componenti. A un'impresa che deve essere oggetto di un Lbo si richiede, oltre ai dati economici sopra citati, un indebitamento non eccessivo anche perché il fondo farà ricorso alla leva finanziaria per l'acquisizione. Infatti le risorse della newco saranno necessarie per acquisire il controllo (spesso integrale) della target e a quel punto si procederà con una fusione (diretta o inversa) delle due entità, per far sì che la generazione dei flussi di cassa (della target) necessaria al rimborso del debito (contratto dalla newco) vengano a coincidere. Da questo punto di vista l'impresa ottimale per un Lbo è un'impresa in fase di maturità, con una produzione di cash flow stabile e cospicua tale da rendere agevole il rimborso del debito che il fondo ha contratto per la sua acquisizione. È altresì importante che essa operi in un settore dove non siano richiesti troppi investimenti che comporterebbero un assorbimento di flusso di cassa.

L'altro aspetto da tenere in considerazione è quello delle garanzie ("security package"), che potranno essere rappresentate dalle azioni della target e dai suoi asset. Di solito il momento cruciale di un'operazione di Lbo è quello successivo al perfezionamento dell'operazione, in quanto sarà necessario verificare ex post la bontà delle previsioni e la capacità dell'entità post fusione di generare i flussi di cassa adeguati al rimborso del debito. Poiché il fondo ha un obiettivo di exit attraverso un adeguato rendimento dell'operazione (Irr) ci sarà una forte pressione sulla struttura per il raggiungimento di elevati risultati economico-finanziari.

Il fondo, infatti, generalmente introduce figure di sua fiducia nelle posizioni chiave, come quella del Ceo e del Cfo. Nell'ambito delle imprese e della necessità di un passaggio generazionale, spesso assai complesso, l'ingresso di un fondo di private equity può costituire la soluzione ideale per molte realtà.

IPOTESI DI PRIVATE EQUITY IN MODALITÀ LBO

1) il fondo costituisce una newco che viene dotata di risorse finanziarie per perfezionare l'acquisizione dell'impresa target: equity al 40% e debito al 60%. Le risorse sono finalizzate all'acquisto della partecipazione in target, che viene pagata 100;
2) la target ha una struttura finanziaria composta da elementi attivi per 50, equity per 20 e passività per 30;
3) la newco incorpora target e verrà a detenere tutti gli asset e le passività di quest'ultima. La partecipazione viene eliminata in contropartita dell'equity della target. Poiché il costo della partecipazione è pari a 100 ed è superiore al patrimonio netto della target, si genera una differenza di fusione da annullamento di 80 (100 - 20);
4) la differenza potrà essere imputata al maggior valore degli elementi attivi della target (cespiti, marchio, magazzino) o, in tutto o in parte, ad avviamento;
5) newco riceverà per l'acquisizione un finanziamento ponte ("bridge loan") a breve termine. Post acquisizione e fusione verrà ripagato con un finanziamento a medio / lungo termine a fronte del quale vi sarà un pacchetto di garanzie integrale ("full security package") sulle azioni e gli asset della target. Inizia quindi la fase operativa in cui la struttura aziendale post fusione dovrà essere in grado di produrre i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito. L'exit del fondo generalmente avviene secondo le seguenti modalità: a) Borsa; b) vendita a un soggetto industriale; c) vendita a un altro fondo; d) riacquisto da parte dell'imprenditore originario

STATO PATRIMONIALE NEWCO

ATTIVO	PASSIVO
Partecipazione 100	Equity 40
	Debiti finanziari 60

STATO PATRIMONIALE TARGET

ATTIVO	PASSIVO
Assets 50	Equity 20
	Passività 30

STATO PATRIMONIALE POST FUSIONE

ATTIVO	PASSIVO
Assets 50	Equity 40
Avviamento 80	Debiti finanziari 60
	Passività 30

Aumento di capitale. Il passaggio dal valore pre-money a quello post-money

I nodi dell'ingresso in minoranza

I casi di leveraged buy out prevedono l'acquisizione integrale della target e si configurano come operazioni di replacement. Diverse sono, invece, le operazioni di growth equity in cui il fondo entra in minoranza. Vediamone i risvolti. Dal punto di vista della fase di vita dell'impresa, mentre in un Lbo la target opera in un settore maturo e stabile che le consente un'adeguata produzione di flusso di cassa in grado di ripagare il debito contratto per l'acquisizione, quando il fondo entra in minoranza si presuppone che l'azienda sia in una fase di crescita accentuata, in grado di garantire un interessante Irr in fase di exit. Ciò si ricollega all'utilizzo dei capitali stessi investiti dal fondo, che verranno indirizzati a finalità di crescita per linee interne o esterne.

L'operazione di minoranza introduce quindi la tematica dell'aumento di capitale, utile a far sì che il fondo si attesti ad un livello partecipativo che, tendenzialmente, andrà dal 10% al 49%. In virtù del fatto che l'intervento assume la configurazione di aumento di capitale e non di vendita delle partecipazioni dei vecchi soci, in capo a questi ultimi

si determina un effetto di diluizione. Lo stesso sarà tanto più accentuato quanto minore sarà la valorizzazione della società e maggiore l'investimento operato dal fondo. In finanza si fa riferimento al cosiddetto valore pre money e post money. Il valore pre money è la valutazione della società prima che venga fatto l'aumento di capitale destinato a far entrare il nuovo socio. Se al valore pre money si aggiunge l'investimento si perviene al valore post money. Da questa semplice relazione deriva che la percentuale di partecipazione spettante al nuovo socio è pari al rapporto fra l'investimento e il valore post money (data dalla somma del valore pre money più l'investimento stesso). Un esempio numerico può chiarire questi aspetti.

Immaginiamo che la valutazione pre money sia pari a 10 milioni di euro e che l'investimento del fondo sia di 3 milioni in aumento di capitale, cosicché il valore post money sarà di 13 milioni di euro. La percentuale di capitale spettante al fondo sarà quindi pari a 3-13 milioni di euro, ovvero del 23%. Chiaramente la valutazione pre

money è fondamentale, in quanto se sottostimata comporterà un maggior effetto diluitivo sui vecchi soci, anche a scapito di successivi round di aumenti di capitale. Se eccessiva, viceversa, scoraggerà l'investitore potenziale.

L'ingresso in minoranza poi determina una serie di aspetti a livello di governance, molti dei quali non si ravvisano se il fondo acquisisce il controllo integrale della target.

Vi sarà un tema delle maggioranze necessarie ad adottare alcune delibere, sia assembleari sia consiliari, di ambito straordinario (acquisizioni, ulteriore finanza straordinaria, operazioni straordinarie) in quanto il fondo vorrà avere voce in capitolo. Al tempo stesso, sebbene la gestione sia mantenuta in capo all'imprenditore, il fondo vorrà essere rappresentato sia nell'organo amministrativo sia in quello di controllo. Senza contare poi le classiche clausole di drag along e tag along, tipiche della richiesta di tutela avanzata sia dalla minoranza sia dalla maggioranza per le quali rimandiamo alla precedente pagina 10.