

## Il caso/2

### LE MODALITÀ DI INTERVENTO

# Con il fondo di private debt minore impatto sulla governance

## Soluzione meno invasiva rispetto al private equity, non si modifica l'assetto societario

PAGINA A CURA DI  
**Alessandro Germani**

■ L'ingresso di un fondo di private equity è assai invasivo perché determina, tendenzialmente, una cessione integrale nel caso del Lbo o una diluizione dei soci se il fondo entra in minoranza. Invece la soluzione di un fondo di private debt è meno invasiva e può rappresentare l'evoluzione del rapporto con la banca, ponendosi a metà strada fra la banca stessa e il private equity. Vediamo come e perché.

L'impresa che si trova a dover finanziare esigenze di medio lungo termine potrebbe considerare l'intervento di un fondo di private equity prematuro, sia per la tematica del requisito del controllo, sia per le modifiche in tema di governance richieste. D'altro canto la banca potrebbe non essere disponibile ad accompagnare l'impresa nelle proprie esigenze, considerato il fatto che l'inasprimento dei coefficienti patrimoniali bancari secondo le regole di Basilea determina un irrigidimento

sempre più accentuato dell'offerta creditizia. Da questo punto di vista, quindi, la risposta più semplice potrebbe essere quella di rivolgersi ad un fondo di private debt. In questo modo l'impresa continua a finanziarsi nell'ambito del debito, sicuramente più congeniale se rapportato al fatto che, quando si ha invece a che fare con un intervento in equity, si mette in discussione l'assetto azionario e dunque il controllo della società. In parole povere anche il private debt rappresenta un semplice creditore. Il vantaggio rispetto alla banca è dato dall'attitudine del fondo a ragionare con più familiarità sulle esigenze di medio lungo termine.

Detto questo, in generale il fondo di private debt interviene a supportare le seguenti necessità:

- la crescita per linee interne, ovvero nuovi segmenti di mercato, nuovi mercati geografici, lo sviluppo di nuove linee di prodotti o di nuova capacità produttiva;
- la crescita per linee esterne (acquisizioni);
- il rifinanziamento del debito, laddove l'impresa potrebbe essere troppo sbilanciata sul breve rispetto ad un attivo a lungo termine, con necessità di gestire il mismatch fra fonti e impieghi sostituendo il breve con il lungo termine;
- le modifiche all'azionariato, laddove l'uscita di uno o più soci possa comportare delle difficoltà qualora i restanti soci non dispongano delle risorse per liquidare gli uscenti, con

il fondo che può fornire delle soluzioni vantaggiose.

Un aspetto da tenere in debita considerazione sono le garanzie (security package) che usualmente il fondo richiede nell'ambito delle operazioni, che vanno viste caso per caso in funzione delle caratteristiche del fondo, da un lato, e dell'impresa da finanziare dall'altro. In generale, comunque, le stesse potranno riguardare:

- il privilegio speciale sui beni mobili strumentali;
- il pegno su azioni;
- l'ipoteca su beni immobili;
- il pegno su beni immateriali.

Accanto alle garanzie vanno tenuti in considerazione anche i covenants fissati, rispetto ai quali la società si impegna a:

- rispettare degli indicatori patrimoniali e finanziari prestabiliti, come il rapporto di indebitamento (D/E);
- non porre in atto comportamenti che possano indebolire o pregiudicare il merito creditizio dell'emittente (negative covenants), fra i quali il divieto di effettuare operazioni straordinarie, quello di distribuire utili o dividendi, la clausola di negative pledge (non concedere ad altri finanziatori successivi garanzie migliori senza offrire analoga tutela anche al fondo).

Un aspetto importante delle operazioni di debito riguarda le modalità di rimborso del prestito, che si possono modellare sulle esigenze finanziarie del prestatore in

### LE OPZIONI ALTERNATIVE PER CHI SCEGLIE IL DEBITO

#### Minibond

Obbligazione emessa dall'impresa con durata 5-7 anni e pagamento di cedole a un tasso del 5-6%

#### Obbligazione convertibile

Componente che consente, a una data prestabilita, di convertire il prestito in equity con rapporto di cambio predeterminato

#### Obbligazioni subordinate partecipative

Prevedono sia la clausola di subordinazione rispetto agli altri creditori (esclusi i portatori di equity) sia la clausola partecipativa, con una remunerazione in parte fissa e in parte commisurata ai risultati

#### Strumenti partecipativi

Emessi a fronte di apporti di soci o di terzi che possono avere per oggetto beni conferibili in società e beni non conferibili all'interno di piani di sviluppo con forti incrementi di valore dell'emittente

#### Prestito mezzanino

Prevede una struttura di interessi in parte pagati per cassa a scadenze predefinite (cash interest) e in parte contabilizzati ma pagati per cassa solo alla scadenza (Pik, pay in kind interest)

relazione alla sua capacità di generare i flussi di cassa e che presenta una rischiosità via via maggiore nel caso in cui il rimborso venga effettuato, in tutto o in parte, all'avvicinarsi della scadenza. In particolare il piano di rimborso potrà essere di tipo:

- amortizing, ovvero in base ad un piano di ammortamento;
- bullet, cioè con rimborso in unica soluzione alla fine del periodo;
- balloon, ovvero a rate crescenti nel tempo con componente più significativa alla fine.

Sotto il profilo della governance, il fondo generalmente non richiede alcun rappresentante in Cda, né tantomeno alcun membro dell'organo di controllo, diversamente da quanto avviene con il private equity. Anche il controllo della performance risulterà meno invasivo. Il fondo di private equity, infatti, spesso impone la nomina come Cfo di una persona di sua fiducia, mentre quello di private debt non potrà avanzare tali pretese. Generalmente, esso si limiterà alla richiesta di una situazione semestrale e al rilascio di informazioni periodiche su determinate grandezze quali il fatturato, l'Ebitda, la posizione finanziaria netta e l'aggiornamento dei covenants contrattualizzati. In tutti i casi il monitoraggio dell'impresa finanziata sarà più accentuato rispetto a quello che viene comunemente operato dalla banca.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Per il debutto.** L'emissione standardizzata garantisce sull'entità della durata e dei tassi applicati

## Minibond prima tappa dalla banca all'equity

■ L'ambito del private debt può essere distinto fra le operazioni di minibond e le altre operazioni di direct lending. Vediamone le differenze nell'ottica dell'impresa alla ricerca di un finanziamento alternativo alla banca.

L'emissione di un minibond è oggi abbastanza standardizzata e semplificata, motivo per cui costituisce un approccio al mercato, alternativo al canale bancario, di tipo iniziale. In altre parole si tratta di un primo tentativo dell'impresa che, abituandosi a certe dinamiche di mercato, potrà poi in futuro approcciare con maggior facilità al private equity o direttamente alla borsa.

Generalmente l'emissione di minibond presenta una scadenza media di 5 anni, con possibilità di rimborso del capitale sia con modalità amortizing, sia bullet. Nel corso del

2018 il costo medio di un'emissione del genere si è attestato nell'intorno del 5%, quindi non così difforme da quello di una tradizionale operazione bancaria, con la quale potrà andare in competizione. Occorre poi considerare i costi di collocamento del minibond, fra i quali i principali risultano:

- la certificazione del bilancio;
- la consulenza dell'advisor finanziario all'emissione, che è indicativamente pari ad un intervallo fra l'1% e il 2% del capitale collocato; per le emissioni di aziende di dimensioni più ridotte l'advisor ricopre anche la funzione di arranger per l'individuazione degli investitori interessati a sottoscrivere il minibond;
- lo studio legale per la redazione e/o verifica dei documenti necessari;
- l'eventuale quotazione su un Mtf (sistema multilaterale di negoziazio-

ne) quale ad esempio l'ExtraMot Pro; ● l'emissione eventuale del rating.

#### LE STRUTTURE «TAILOR MADE»

Esiste poi tutta una gamma di strumenti e modalità alternative al minibond che si caratterizzano per il fatto che le strutture sono molto più "tailor made", ovvero customizzate e costruite sulle esigenze specifiche dell'impresa. Si tratta in molti casi di strutture "ibride", che accanto alla componente di debito contengono una componente con natura "equity".

Vediamo alcune di queste strutture più complesse. In primo luogo vi sono le obbligazioni convertibili, nel qual caso il soggetto finanziatore può mutare la propria posizione da creditore ad azionista in un determinato periodo del prestito e secondo un rapporto di

cambio predeterminato.

Vi sono poi le obbligazioni subordinate partecipative, che hanno la duplice caratteristica della subordinazione (rispetto a tutti gli altri creditori, ma esclusi i portatori di capitale di rischio) e della clausola partecipativa, che determina una remunerazione in parte fissa (interesse) ed in parte variabile, commisurata al risultato economico dell'emittente. Le stesse presentano anche un importante appeal fiscale, visto che la componente partecipativa è comunque fiscalmente deducibile, nonostante la tradizionale indeducibilità delle componenti di tipo equity.

Infine giova considerare anche gli strumenti finanziari partecipativi, che non costituiscono parte del capitale ma trovano comunque collocazione nel patrimonio netto, attribuendo al titolare alcuni diritti ammi-

nistrativi e patrimoniali, con l'esclusione tuttavia del diritto di voto.

Accanto ad essi figurano anche gli strumenti non partecipativi, più assimilabili al debito in quanto danno diritto alla restituzione dell'apporto, sebbene condizionato all'andamento economico dell'emittente. Infine si annovera anche il debito mezzanino, composto da un debito subordinato quale vero e proprio prestito ed un equity kicker che rappresenta la componente di capitale di rischio con possibilità di convertire il proprio status. Tutte queste forme hanno un comun denominatore di maggior rischio, che determina un maggior costo per l'impresa a fronte di un maggior rendimento per l'investitore determinato dalle componenti di tipo equity.

© RIPRODUZIONE RISERVATA