

PRIVATE EQUITY DI MINORANZA: GROWTH CAPITAL

Growth capital (o anche semplicemente growth o expansion capital o development capital o growth equity) è una delle tre asset class ricomprese nel settore del private equity (le altre due sono il venture capital, non trattato in questo libro, e il leveraged buyout).

Il growth capital si configura solitamente come un investimento di private equity di minoranza in cui i rendimenti degli investimenti sono generati investendo in società che creano valore attraverso una crescita consistente dell'EBITDA.

Le aziende che cercano capitale per la crescita e lo sviluppo spesso lo fanno per finanziare una trasformazione nel loro ciclo di vita.

Le tipiche casistiche in cui opera un attore di growth capital sono:

- apertura di nuovi mercati, lancio di prodotti innovativi, investimento in canali di distribuzione;
- processo di consolidamento settoriale;
- ricerca di una migliore efficienza operativa;
- ristrutturazione del business dal punto di vista industriale;
- aumento della capacità produttiva

Differenze tra venture capital, growth equity e leverage buyout

Venture capital e Growth capital a confronto

VENTURE CAPITAL	GROWTH CAPITAL
Investe in società che si trovano nella loro fase iniziale e con un modello di business non comprovato	Investe in società che si trovano in fasi successive del ciclo di vita dell'impresa e con modelli di business comprovati
Generalmente ha un focus settoriale	Generalmente non ha un focus settoriale
Investimento basato sulla crescita dei ricavi	Investimento basato sulla crescita della profittabilità (EBITDA)
Investe in società con necessità patrimoniali future, una parte delle quali ancora indefinita	Investe in società con limitate necessità patrimoniali future, con un primario obiettivo di rendimento

Growth capital e Leverage Buyout a confronto

GROWTH CAPITAL	LBO CAPITAL
Acquista una quota di minoranza, attraverso un aumento di capitale	Acquisisce una posizione di maggioranza tramite l'acquisto di una quota di controllo e della totalità
Investe generalmente in società con limitata generazione di cash flow	Investe in società con ottima generazione di cash flow
Utilizzo limitato del debito per realizzare l'investimento	Utilizzo significativo del debito per realizzare l'investimento
Investe in un momento di flessione del business in cui le opportunità di crescita possono aumentare in modo considerevole i ricavi e la redditività	Investe in aziende in cui si prevede che i ricavi e la redditività rimangano stabili o crescano moderatamente

Obiettivi di un fondo di private equity

Un fondo di private equity ha una vita predefinita (in genere 10-12 anni), nell'arco della quale effettua alcuni investimenti in aziende target in un'ottica di diversificazione e di contenimento del rischio, difficilmente un singolo investimento peserà più del 10-15% della dimensione del fondo.

La vita del fondo si divide in:

1. investment period, al massimo 5 anni, in cui il fondo può fare investimenti
2. disinvestment period, ulteriori 5 anni, in cui non si possono più fare investimenti ma si devono gestire e sviluppare le società partecipate valorizzandole e dismettendole.

Il fondo gode di autonomia patrimoniale perfetta, ma è gestito da una management company (=società di gestione del risparmio) che viene remunerata con:

- commissione di gestione (management fee) annuale che solitamente oscilla tra 1,75% e 2% sulla base della dimensione del fondo
- commissione di performance (carried interest) che viene pagata solo se gli investitori hanno ricevuto per intero il capitale versato nel periodo di investimento nella vita del fondo più un rendimento minimo annuale.

Il carried interest è calcolato applicando una percentuale (generalmente il 20%) sulla quota di rendimento che eccede l'hurdle rate, ma se l'hurdle rate non viene raggiunto non ci sarà carried interest.

L'obiettivo di un fondo di private equity è quello di massimizzare il tasso interno di rendimento (IRR) del fondo stesso.

Un altro indicatore ampiamente usato nella pratica è il cosiddetto cash con cash (CoC, dato dal rapporto tra l'incasso all'uscita del fondo e il prezzo pagato all'ingresso).

Strumenti finanziari

I prodotti tipicamente utilizzati in un deal di growth equity sono: azioni ordinarie, azioni privilegiate, finanziamento da parte dei soci, opzioni, warrant e prestiti convertibili.

Concetto di valutazione pre-money e post-money

Una transazione di growth equity consiste in un'iniezione di risorse finanziarie fresche in una società, in cambio di azioni di nuova emissione di tale società.

Le valutazioni pre-money e post-money sono valutazioni implicite dal momento che non sono un input per decidere l'acquisto di una società, ma piuttosto sono calcolate come il risultato di un evento di investimento:

- Pre-money: prezzo pagato per azione nel round di finanziamento, moltiplicato per il numero di azioni prima dell'evento finanziario

$$\text{valutazione pre-money} = \text{prezzo azioni} * \text{numero azioni pre-money}$$
- Post-money: prezzo pagato per azione nel round di finanziamento, moltiplicato per il numero di azioni dopo l'evento di finanziamento. Si ottiene dividendo l'aumento di capitale realizzato per la quota acquisita. L'importo totale investito è solo il prezzo delle azioni moltiplicato per il numero di azioni acquistate.

$$\text{investimento} = \text{prezzo delle azioni} * \text{azioni emesse}$$

! Le azioni acquistate in questo tipo di operazione sono NUOVE AZIONI che portano a un cambiamento nel numero di azioni in circolazione:

$$\text{azioni post-money} = \text{azioni pre-money} + \text{azioni emesse}$$

L'unico effetto immediato di questa transazione è aumentare la cassa disponibile della società e questo provoca sulla valutazione post-money un aumento di un importo pari a quello della cassa investita in azienda.

La quota della società di proprietà degli investitori dopo l'operazione sarà pari al numero di azioni acquistate diviso per le azioni totali in circolazione. Pertanto:

$$\% \text{ di proprietà} = \text{azioni emesse} / \text{azioni post-money}$$

Risolvendo algebricamente, troviamo che:

$$\% \text{ di proprietà} = \text{investimento} / \text{valutazione post-money} = \text{investimento} / (\text{valutazione pre-money} + \text{investimento})$$

È importante sapere che:

- il prezzo delle azioni è più facile da calcolare con i numeri pre-money;
- la quota di proprietà detenuta è più facile da calcolare con i numeri post-money;
- per passare da una valutazione pre-money a una post-money, si aggiunge o si sottrae l'ammontare dell'investimento.

Gli investitori di growth equity quasi sempre richiedono che la società accantoni azioni al servizio di piani di stock option per i dipendenti e che tali azioni vengano accantonate prima dell'investimento, diluendo pertanto i fondatori/azionisti esistenti. Inoltre, per i successivi round di finanziamento, per mantenere flat il prezzo azionario, la valutazione pre-money del nuovo investimento dev'essere la stessa della valutazione post-money dell'investimento precedente.

Per le società early stage gli investitori di venture capital sono normalmente interessati a possedere una specifica quota della società per poterlo definire un investimento appropriato.