

Recentemente costituito un Fondo chiuso con sette operatori/fondatori

Il Fondo Italiano di Investimento SGR e l'ingresso del Private Equity nel capitale delle imprese

Il Fondo Italiano di Investimento SGR

La recente costituzione del Fondo Italiano di Investimento SGR, ossia di un Fondo chiuso a favore principalmente delle piccole e medie imprese (con un capitale iniziale di ben 3,5 milioni di Euro e la previsione dei primi investimenti per il settembre 2010) richiama nuovamente l'attenzione degli aziendalisti sul ruolo del Private Equity nell'attuale contesto economico produttivo nazionale.

Il Fondo Italiano di Investimento per le Piccole e Medie Imprese coinvolge con quote paritarie sette operatori/fondatori (Ministero dell'Economia e delle Finanze, Associazione Bancaria Italiana, Confindustria, Cassa Depositi e Prestiti, Monte dei Paschi di Siena, Intesa San Paolo e Unicredit Group) e ha l'obiettivo istituzionale di operare in modo significativo al fine di supportare lo sviluppo delle aziende, anche in una logica volta a favorirne le aggregazioni.

Il Fondo da un lato si propone l'impiego del proprio patrimonio attraverso l'investimento diretto in capitale di rischio delle aziende, il coinvestimento, la partecipazione a fondi e altri strumenti flessibili (quali i finanziamenti subordinati convertibili o convertendi e i prestiti partecipativi), dall'altro lato ricerca un profilo:

- di rischio finanziario contenuto (evitando quindi un uso eccessivo della leva finanziaria);
- di rischio industriale superiore a quello medio, in considerazione della maggior durata dell'investimento

di Paolo Prandi



Paolo Prandi

(ove necessario per la realizzazione del progetto industriale), della possibilità di investire anche in settori maturi (e a minore crescita prospettica) e di una maggiore flessibilità nella strutturazione dell'exit.

Anche il rendimento atteso richiesto è tendenzialmente inferiore rispetto ai rendimenti tradizionali dei fondi di Private Equity.

La rivista Brescia&Futuro ha recentemente trattato la tematica del Private Equity nel numero 2/2009, in relazione alla presenza dei fondi di Private Equity nel capitale delle aziende della nostra Provincia e al ruolo che i commercialisti possono svolgere in tale contesto.

Data la rilevanza e l'attualità del tema, è sembrato ora opportuno un approfondimento circa le modalità di ingresso di un fondo di Private Equity nel capitale delle aziende.

In particolare, il presente lavoro si soffermerà sugli aspetti di gestione complessiva del processo di investimento, rimandando all'ampia letteratura esistente¹ l'analisi tecnica delle diverse fasi che - come noto - si articolano attraverso la valutazione dell'azienda target, la negoziazione e il closing dell'operazione di investimento.

L'ingresso del Private Equity nel capitale delle piccole e medie imprese

Innanzitutto è necessario che domanda e offerta si incontrino.

Dal lato dell'offerta i fondi di Private Equity (e così sarà per il Fondo Italiano d'Investimento SGR) sono alla costante ricerca di opportunità di investimento, mentre, dal lato della domanda, i commercialisti sono gli osservatori privilegiati del mercato locale e possono rappresentare i migliori "sensori" sul territorio in quanto conoscitori delle caratteristiche strutturali e gestionali delle aziende

1. Tra gli altri si citano (anche in relazione ai processi di governance aziendale tanto importanti nelle fasi successive l'acquisizione) R. Del Giudice, J. Donadonibus, Il portafoglio italiano del Private Equity. Analisi e considerazioni, Egea, Milano, 2009; Gandini G., Governo d'impresa e orientamento competitivo al mercato bancario, Franco Angeli, Milano, 2008; Gervasoni A. (a cura di), Manuale del Management Buy Out, Bancaria Editrice, Roma, 2008; Guatri L., Bini M., La valutazione delle aziende, Egea, Milano, 2007; Salvioni D., Corporate Governance, controllo e trasparenza, Franco Angeli, Milano, 2007; Guida M&A, Come valutare, acquisire e cedere un'azienda, a cura del tavolo di Lavoro M&A AIFI, Pubblicazione interna, Milano, 2007.

e quindi delle loro necessità patrimoniali, economiche e finanziarie.

Una volta verificata l'esistenza di un'azienda potenzialmente interessante per intraprendere il processo di apertura del capitale a terzi investitori, è necessario assicurarsi che essa sia "rappresentabile" non solo sostanzialmente (ci si riferisce ai cosiddetti "fondamentali"), ma anche formalmente, ossia sia dotata di un adeguato sistema informativo interno atto a supportare un percorso così complesso.

Un sistema adeguato di controllo di gestione, di budgeting e di pianificazione strategica, oltre ad una discreta dimestichezza con i principi contabili internazionali e alla presenza di una struttura aziendale organizzata, costituiscono i presupposti necessa-

ri affinché le imprese da un lato e gli investitori istituzionali dall'altro lato possano trovare un comune terreno di dialogo.

Le aziende che affrontano l'ingresso di fonti esterne di capitale di rischio devono essere a ciò preparate.

Il ruolo dei commercialisti è fondamentale nel convincere prima e nell'aiutare successivamente l'imprenditore ad eliminare per tempo qualsiasi tipo di asimmetria informativa, nel dotare l'azienda con largo anticipo di strumenti gestionali di base e nel rendere consapevole il soggetto economico aziendale sia del ruolo che il fondo di Private Equity può svolgere, sia del fatto che il suc-

cesso della partnership è condizionato alla necessità che gli interessi delle parti coinvolte - imprenditore e fondo - siano allineati e convergano verso l'obiettivo di massimizzazione del valore aziendale.

Una volta identificata l'azienda target deve essere definito un percorso strategico volto alla ricerca del miglior partner disponibile.

Si tratta di una fase estremamente delicata nella quale è indispensabile adottare la massima riservatezza non solo nei confronti del mercato e dei concorrenti, ma anche della forza lavoro interna alla società ed in generale degli stakeholders.

Innanzitutto, è necessario disporre



di un documento sintetico di primo contatto (approach letter)² attraverso il quale comunicare al mercato dei potenziali investitori l'opportunità di acquisizione al fine di ottenere un primo feed-back.

La stesura della lista dei fondi con cui interloquire è fondamentale e l'utilizzo di advisor specializzati consente di accedere a database qualificati ed aggiornati.

Inoltre, il soggetto che presenta il deal deve essere dotato di grande credibilità al fine di "richiamare" l'attenzione dei fondi individuati, dotati essi stessi - il più delle volte - di strutture snelle e quindi incapaci di analizzare in profondità tutte le

opportunità con cui vengono in contatto, ma costretti ad adottare rigidi criteri di "pre-selezione".

A coloro che rispondono positivamente all'approach letter viene di solito inviato un breve profilo anonimo dell'azienda target (blind profile)³ contenente le informazioni di base sul settore merceologico di riferimento, sull'attività svolta e sui principali indicatori economici, finanziari e patrimoniali.

Da una prima rosa sufficientemente ampia di potenziali partner si perviene ad una lista selezionata di nominativi che - più degli altri - hanno dimostrato interesse all'operazione (e contemporaneamente soddisfa-

no le finalità dell'azienda target), con cui i rapporti si intensificano e con cui diventa necessario un approfondimento formale, gestito - normalmente - attraverso un accordo di riservatezza (confidentiality agreement) che ha la funzione di esplicitare il grado di avanzamento della trattativa e di dare un primo inquadramento dell'operazione (senza entrare nei dettagli operativi), di dimostrare la serietà degli intenti e, soprattutto, di superare lo stato di riservatezza consentendo l'accesso ad ulteriori informazioni.

Le ulteriori informazioni sono rappresentate e trasferite al fondo - dapprima - attraverso un information memorandum⁴ (contenente il profilo della società, alcuni cenni storici, una sintesi delle strategie, i dettagli dei principali dati sensibili aggregati⁵, informazioni sui prodotti, sulla distribuzione e sulle politiche commerciali, sull'organizzazione e sulle risorse umane, sulla situazione finanziaria, ecc.) e - in una fase suc-



2. Talvolta l'approccio può essere anche meno formale, ma deve sempre essere professionale.

Il rischio insito in una minor formalità è un eccessivo trasferimento di informazioni nelle prime fasi del processo e - molto grave - una possibile scarsa attenzione all'aspetto della confidenzialità.

3. Generalmente in questa fase l'advisor procede a formalizzare il proprio rapporto contrattuale indicando, fra l'altro, la propria remunerazione che può articolarsi in una componente fissa (retainer fee) e in una componente variabile (success fee), che a sua volta può assumere diverse modalità di calcolo (per esempio, interamente variabile, sottoposta al meccanismo degli scaglioni, ecc.).

La retainer fee ha il duplice scopo di garantire all'advisor un compenso minimo per il servizio prestato (anche in caso di mancata conclusione dell'operazione) e - al tempo stesso - di tutelarla da improvvisi cambiamenti di opinione del cliente.

Si tratta quindi anche di un momento di verifica delle effettive intenzioni del cliente.

4. Come già ricordato, il processo può essere più snello. La minore strutturazione comporta, però, taluni rischi di perdita di confidenzialità.

5. Ad esempio i dati di vendita per Paese o per canale, l'ABC clienti e fornitori, ecc..

cessiva - mediante l'accesso ad una data room nella quale sono aggregate e organizzate sostanzialmente tutte le informazioni che consentono di definire una prima valorizzazione del complesso aziendale.

In questa fase - esaurito lo scambio di informazioni riservate - il venditore consente al potenziale acquirente di verificare più in profondità i dati forniti attraverso una due diligence, ovvero mediante un'analisi svolta da consulenti di fiducia del fondo (e diversi dall'advisor) che riguarda i principali aspetti della gestione aziendale interna ed esterna⁶.

Successivamente, venditore e potenziale acquirente formalizzano le fasi del processo e i termini generali dell'operazione (impegnandosi a rispettarli) attraverso la lettera di intenti.

La lettera di intenti contiene generalmente anche l'obbligo (ribadito) di trattamento confidenziale delle informazioni, l'obbligo di esclusiva ed eventuali clausole di stand still che impediscono all'impresa target di intraprendere attività straordinarie per un determinato periodo di tempo.

Si tratta del primo reale impegno fra le parti.

6. Ad esempio, quelli relativi al mercato, al processo industriale, all'ambito legale e fiscale, all'ambiente, al sistema informativo, alle risorse umane e finanziarie e così via. Talvolta all'interno della data room esiste già una due diligence commissionata dal venditore (vendor due diligence) allo scopo di abbreviare il processo e dare maggiore credibilità alle informazioni messe a disposizione.

7. Formulato attraverso gli approcci metodologici patrimoniale (ormai sostanzialmente scomparso nella sua formulazione pura), reddituale, misto patrimoniale/reddituale, finanziario, multipli di mercato.

8. A tale proposito si segnala un'interessante ricerca in atto presso il Dipartimento di Economia Aziendale dell'Università di Brescia cui partecipa anche l'Ordine dei Commercialisti e degli Esperti Contabili di Brescia (oltre alle principali istituzioni quali Provincia, Camera di Commercio, ASL, Arpa, Vigili del fuoco) volta ad approfondire i rischi associati all'attività aziendale nel quadro di un sistema di controllo integrato (<http://www.unibs.it/on-line/deaz/Home/Inevidenza/Ricerca/RiskManagementnelleaziende/bresciane.html>).

Nel frattempo, il pacchetto informativo - approfondito e verificato - consente la definizione di un range di valutazione⁷ opportunamente ponderato attraverso l'analisi dei rischi imprenditoriali ed associati⁸.

La definizione di un range di valutazione condiviso (o anche di una precisa valutazione) non conclude la trattativa, restando da definire gli aspetti di garanzia e di governance.

In relazione alle garanzie va detto che, nonostante la valutazione sia effettuata a valle della due diligence, difficilmente il fondo di Private Equity farà proprio il rischio di perdite economiche derivanti da fatti imputabili alla gestione precedente e a fatti avvenuti prima del closing, ovvero di tutte quelle discrepanze tra la realtà rappresentata dal venditore e quella concretamente presente in azienda. L'imprenditore dovrà, infatti, manlevare il fondo da tutti i rischi di passività latenti, ivi compresi quelli che la due diligence non ha saputo individuare e quindi opportunamente valutare.

Per quanto concerne la governance aziendale, i principali elementi riguardano l'attribuzione delle cariche sociali e dei relativi poteri, l'identificazione delle materie di decisione collegiale, le modalità di condivisione delle informazioni (controllo di gestione, budget, piani strategici, valutazioni strutturate degli aspetti di rischio, presenza di comitati direttivi, ecc.) e le regole volte a stabilizzare la compagine sociale (look-up, earn-out, stock option, MBO, exit ratchet, clausole di prelazione, clausole di non competitività, ecc.).

Il documento finale che sintetizza tutte le risultanze della trattativa è rappresentato dal contratto quadro di closing ed è solitamente redatto sulla base della lettera di intenti, ma in un momento in cui le informazioni a disposizione del compratore sono state accuratamente verificate

ed esiste una diversa e maggiore conoscenza tra le parti.

Il contratto di closing contiene generalmente la struttura dell'operazione, il meccanismo contrattuale che ha condotto alla definizione del prezzo e alle modalità di pagamento, l'obbligo di non concorrenza del venditore, eventuali condizioni sospensive e risolutive del contratto, l'esplicazione formale di garanzie, della governance aziendale e così via.

Conclusioni

In un contesto di crisi generalizzata la sopravvivenza delle aziende richiede un profondo rinnovamento del tessuto economico aziendale del nostro paese che dovrà da un lato mantenere le caratteristiche di imprenditorialità, efficienza e determinazione che lo hanno caratterizzato in passato, dall'altro lato dotarsi di sistemi di gestione e di governo trasparenti.

Il cambiamento potrà anche accrescere la disponibilità degli imprenditori all'apertura del capitale di rischio a terzi investitori, equilibrare la struttura finanziaria delle aziende e consentire un rapporto più maturo con il sistema creditizio.

In questo contesto il Fondo Italiano di Investimento SGR si colloca sul mercato con un'importante dotazione finanziaria e con obiettivi di redditività e di rischio in linea con la necessità del sistema economico italiano, fatto che sicuramente da un lato indurrà molti altri attori ad allinearsi su posizioni più "industriali" e dall'altro contribuirà a creare un concreto bridge tra le esigenze del tessuto delle PMI da un lato e quelle degli operatori di Private Equity dall'altro. Le aziende dal canto loro dovranno essere preparate per tempo a cogliere le nuove opportunità, consapevoli che il processo di cambiamento non potrà essere improvvisato, ma dovrà essere opportunamente gestito.

Paolo Prandi
Dottore Commercialista