

COMUNICARE L'AZIENDA PER REPERIRE CAPITALI UTILIZZANDO AL MEGLIO LE INFORMAZIONI.

LE FONTI DI FINANZIAMENTO

L'attività d'impresa, esaminata in un'ottica puramente finanziaria, si sviluppa e si concretizza in un continuo e complesso sistema di entrate e uscite, derivanti dai cicli di acquisto e vendita, di investimento e disinvestimento, assunzione, rimborso e remunerazione di finanziamenti. Per svolgere la sua attività l'azienda, in estrema sintesi, necessita di mezzi finanziari da destinare alla copertura del proprio fabbisogno.

In primo luogo l'azienda può finanziarsi grazie alle risorse generate internamente per effetto della gestione (autofinanziamento) e la parte di fabbisogno che eccede sarà quella per la quale si richiede una copertura esterna mediante il ricorso ai soci, che conferiscono capitale di rischio, oppure ai terzi, che conferiscono capitali con vincolo di debito.

Esistono, poi, particolari situazioni in cui il fabbisogno finanziario è legato, oltre che al normale evolversi della vita aziendale, anche a scelte strategiche che esulano da una situazione "ordinaria" e che cercano di proiettare l'azienda verso un nuovo assetto. In questi momenti cruciali è necessario capire in che modo finanziare la crescita senza destabilizzare l'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'azienda.

LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Le piccole e medie imprese italiane rappresentano la spina dorsale del nostro tessuto industriale; generalmente si tratta di imprese nelle quali un soggetto, l'imprenditore o la famiglia, detiene una quota di capitale di rischio sufficiente ad assicurarne il controllo.

Tale modello da un lato è risultato vincente perché foriero di strategie di nicchia, elusive della competizione ma dall'altro ha penalizzato, in molti casi, lo sviluppo a causa della difficoltà nel reperimento delle risorse finanziarie.

Questo assunto rappresenta il fulcro del presente

lavoro che ha l'obiettivo di individuare nel private equity una possibile "via di uscita" per le P.M.I., alternativa ai meccanismi di crescita tipici di tali realtà imprenditoriali, basati principalmente sull'indebitamento bancario. Gli obiettivi della ricerca di capitali possono essere molteplici: uscita della famiglia o del management dall'azienda, passaggio generazionale, necessità di rafforzare la capitalizzazione, opportunità di procedere con acquisizioni di altre aziende. Nonostante sia in corso una rilevante inversione di tendenza, persistono ancora grandi barriere psicologiche verso investitori esterni che apportano nuovi capitali perché è forte il radicamento di una imprenditorialità che non sente il bisogno di sostituire modelli di gestione "superati" attraverso l'apertura della compagine proprietaria a nuovi soci.

IL RUOLO DEGLI INVESTITORI

Le operazioni di private equity consistono nell'acquisizione temporanea, da parte di un investitore finanziario specializzato, di una quota di partecipazione oppure di azioni relative al capitale di una società "target".

L'obiettivo è quello di accrescere il valore del complesso aziendale per realizzare un guadagno dalla vendita della quota di partecipazione oppure delle azioni.

Il private equity, rappresenta uno strumento molto efficace grazie all'approccio di medio-lungo periodo tenuto dall'investitore che mira a realizzare una plusvalenza nel momento della dismissione della partecipazione.

Oltre all'apporto puramente finanziario, le PMI, attraverso il private equity possono attingere a risorse strettamente connesse all'esperienza e alla professionalità degli investitori, che rappresentano



un contributo strategico e gestionale fondamentale nell'attuazione dei progetti imprenditoriali; si tratta di professionisti che hanno vissuto i mercati durante tutta la loro carriera e che sono abituati alla gestione del cambiamento.

Ragionando in quest'ottica l'impresa può:

- predisporre alcuni documenti che facilitano la ricerca di un partner finanziario (si veda a tal proposito il paragrafo successivo),
- prepararsi all'approccio con l'investitore che si dimostrerà interessato al progetto imprenditoriale (si rimanda al paragrafo sull'importanza delle informazioni in fase di trattativa).

LA STRADA CHE CONDUCE ALLA TRATTATIVA

È importante premettere che l'obiettivo consiste nella ricerca di un socio che condivida la propria iniziativa sulla base di un rapporto di fiducia reciproca e che quindi già i primi "approcci", e le sensazioni a questi collegate, assumono grande importanza.

Nel proporre il proprio progetto imprenditoriale, la proprietà e/o il management, possono utilizzare vari strumenti da predisporre, auspicabilmente, in via preliminare.

Si tratta di due documenti standard utilizzati dagli operatori del private equity.

1. Il **TEASER** ovvero un documento anonimo che riporta le caratteristiche fondamentali dell'iniziativa imprenditoriale per la quale un'azienda, sconosciuta all'interno del documento stesso, si propone agli operatori del private equity con l'obiettivo di reperire capitali e condividere il progetto di crescita.
2. L'**INFORMATION MEMORANDUM** ovvero un documento, non più in forma anonima, che riassume le caratteristiche generali di un'impresa o di una start-up a beneficio di un potenziale investitore nel capitale di rischio.

Inoltre l'impresa deve necessariamente predisporre, al momento della diffusione del teaser e dell'information memorandum, un **accordo di riservatezza**, da sottoporre alla firma dei vari interlocutori, con la quale questi ultimi si impegnano a non diffondere le informazioni aziendali se non a quei soggetti, che è necessario coinvolgere per valutare alcuni aspetti dell'operazione.



IL TEASER

La predisposizione del teaser non presenta grandi difficoltà perché si tratta, in sintesi, di una descrizione qualitativa e quantitativa del progetto unita alla presentazione dello "stato dell'arte", tutto in forma anonima. Il contenuto può variare sia in funzione degli obiettivi dell'operazione sia in funzione della modalità con cui si approccia l'operazione stessa.

Il documento sarà composto in totale da un massimo di 3 pagine delle quali fanno parte principalmente:

- la descrizione dell'opportunità di investimento;
- le caratteristiche del progetto imprenditoriale;
- lo stato di avanzamento del progetto;
- le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie: business plan, investimenti previsti e flussi di cassa previsionali;
- la procedura proposta ovvero una prima idea sull'operazione che si vorrebbe portare a termine;
- i riferimenti utili ad avviare un primo contatto (generalmente si tratta di una persona non immediatamente riconducibile all'azienda).

L'INFORMATION MEMORANDUM

Quando il teaser raggiunge un investitore "interessato" quest'ultimo preparerà quella che in gergo si chiama "*non binding offer*" ovvero un'offerta

non vincolante in cui vengono descritte gli obiettivi ed alcuni elementi rilevanti come ad esempio: il range di importi che si intendono investire, il periodo di previsto investimento, le modalità dell'investimento. Si tratta comunque di informazioni preliminari così come lo sono quelle del teaser. Attraverso la *"non binding offer"* uno o più possibili investitori prenderanno contatto con l'azienda, e sarà, quindi, necessario predisporre un documento che analizzi, in maniera più strutturata, l'intera operazione.

Si tratta del cosiddetto "Info Memo" ovvero una presentazione, non più anonima, paragonabile ad un piano industriale del progetto.

Volendo costruire un indice di riferimento possiamo procedere con l'elenco che segue:

- Business
 - a) descrizione generale del business
 - b) settore di appartenenza
 - c) business model / revenue model
- Prodotti
 - a) descrizione del prodotto/servizio
 - b) grado di sviluppo
 - c) tecnologia
 - d) vantaggi competitivi
- Mercato
 - a) paese
 - b) dimensione e trend
 - c) analisi competitiva
 - d) regolamentazione
- Strategia commerciale e di marketing
 - a) partner/clienti esistenti e target
 - b) canali di vendita
- Management team
 - a) ruolo attuale
 - b) background professionale
- Risultati economico finanziari
 - a) conto economico e stato patrimoniale degli ultimi 3 anni
 - b) budget e/o piano triennale
 - c) cash flow attesi e assorbimento di cassa corrente
- Struttura azionaria (da evidenziare l'eventuale presenza di investitori finanziari)
- Tipologia di operazione proposta ed eventuale valutazione dell'azienda

L'IMPORTANZA DELL'INFORMAZIONE IN UNA FASE DI TRATTATIVA

Successiva alla condivisione dell'information

memorandum ed al manifestarsi di interesse da parte dell'investitore e dell'impresa, le due parti procederanno alla firma di una **lettera d'intenti** ovvero del documento che regolerà la fase di trattativa e quella conclusiva. Subito dopo la firma della lettera d'intenti l'investitore effettuerà un'importante analisi, chiamata **due diligence**, attraverso la quale potrà valutare potenzialità e criticità dell'azienda.

Le operazioni derivanti dalla due diligence richiedono un forte impegno sia da parte dell'investitore e dei suoi professionisti che da parte dell'impresa: imprenditore, management (dirigenti e quadri) ma anche, molto spesso, personale esecutivo, saranno tutti coinvolti in prima persona nel collaborare al processo e nel far fronte alle necessarie richieste. È fondamentale, in questa fase, la massima trasparenza.

L'informazione è considerata uno degli elementi più importanti a disposizione degli organi direttivi di un'azienda, un vero e proprio patrimonio diventato, ormai, un fattore produttivo esattamente come le materie prime o l'energia.

Tale assunto riveste un'importanza ancora maggiore quando l'informazione è necessaria al conseguimento di una decisione ponderata e razionale da parte di un investitore che decide di entrare come socio all'interno di una realtà aziendale inizialmente sconosciuta.

Generalmente le informazioni sono interne ovvero inerenti la dinamica aziendale (es. storia dell'azienda, documenti contabili, etc...), oppure esterne che riguardano, cioè, l'ambiente nel quale l'azienda opera (es. settore, mercato, concorrenza, etc...).

In tal senso l'imprenditore e, più in generale, l'azienda che intende avviare la ricerca di un partners finanziario e/o industriale deve necessariamente riuscire a "traghettare" tutta una serie di informazioni altrimenti non rintracciabili.

Operazione preliminare è la conoscenza, anche a grandi linee, della storia dell'azienda, della situazione attuale e dei suoi obiettivi. Questo tipo di informazioni possono essere rintracciate sui siti web ufficiali ma molto spesso si tratta di "fotografie commerciali" e, di conseguenza, bisogna ricorrere comunque a visite, indagini esterne e, se possibile, interviste interne con le risorse che sono in azienda da più tempo. In questa fase, il potenziale investitore, cerca di costruire un quadro di riferimento che rappresenterà una chiave di lettura per tutte le informazioni successive. Dovrà scoprire

come è nata l'idea imprenditoriale, sapere quando è stata fondata l'azienda, quale l'attuale forma giuridica, la compagine societaria, le cosiddette "parti correlate" ovvero gli interessi dei soci attuali in società clienti e/o fornitori, la stabilità dell'azionariato e non ultimo l'organigramma più o meno strutturato in base all'organizzazione in essere.

Altro elemento preliminare è rappresentato dalla situazione attuale dell'azienda e, quindi, se è coinvolta in accordi commerciali, joint venture, se ha in essere contenziosi con uffici pubblici oppure cause giuslavoristiche, in che modo gestisce il ciclo finanziario, se è in possessori di tutte le licenze e autorizzazioni ed infine se è in regola con i pagamenti tributari e finanziari.

Concludono il quadro preliminare l'appel dell'azienda nei confronti di clienti, fornitori, concorrenti, istituti di credito ed i successi/insuccessi ottenuti sul mercato e nel contesto economico di riferimento.

I documenti contabili sono, naturalmente, le più qualificate fonti di informazione per l'investitore e il maggiore interesse si focalizza sugli ultimi esercizi, soprattutto l'ultimo triennio.

I documenti di maggiore rilevanza sono gli stati patrimoniali, i conti economici, le note integrative, i rendiconti finanziari (se predisposti), i libri contabili e le dichiarazioni fiscali. Nel caso sia passato un periodo rilevante dall'ultimo documento ufficiale bisogna poter ricostruire anche le situazioni infrannuali per colmare il gap informativo. In caso di mancanza di documenti di bilancio, l'investitore difficilmente sarà propenso a proseguire l'analisi delle altre informazioni societarie.

Tutte le informazioni contabili vengono riclassificate in appositi prospetti che servono per portare a termine analisi di bilancio, analisi per indici e per flussi in modo da poter esprimere un giudizio sulla situazione economica, su quella patrimoniale ed infine sulla condizione finanziaria dell'azienda. Generalmente i punti sui quali si pone maggiore attenzione sono i seguenti:

- calcolo del margine operativo lordo (EBITDA) pari alla differenza tra ricavi caratteristici e costi operativi incluso il costo del personale. In via approssimativa si può considerare pari alla differenza (A) – (B) del bilancio civilistico aumentata degli ammortamenti materiali ed immateriali e degli accantonamenti

- andamento del fabbisogno del capitale circolante operativo netto (Variazione crediti – Variazione debiti +/- Variazione delle rimanenze)
- investimenti (CAPEX) ovvero andamento negli anni delle immobilizzazioni materiali ed immateriali
- posizione finanziaria netta (NFP) ovvero l'esposizione finanziaria verso il settore creditizio

Naturalmente l'analisi viene svolta partendo dai dati consuntivi ma le informazioni più rilevanti arrivano dalle previsioni: budget economico, flussi di cassa previsionale, ammontare degli investimenti pianificati. Alle informazioni appena elencate se ne aggiungono molte altre di dettaglio che portano alla formazione di un giudizio consolidato sulla capacità di crescita dell'azienda, sul reale fabbisogno finanziario necessario allo sviluppo e soprattutto sulla "robustezza" del complesso aziendale.

CONCLUSIONE DELLA TRATTATIVA

Se le analisi effettuate dall'investitore hanno dato esito positivo, si giunge alla firma del contratto che definisce in dettaglio i termini dell'accordo tra la società ed i suoi azionisti da una parte e l'investitore dall'altra.

Il contratto di acquisto prevederà le normali clausole a garanzia dell'acquirente sulla correttezza e completezza dei dati e dei fatti rappresentati e sull'inesistenza di passività occulte, nonché le procedure di risoluzione delle controversie.

Alcuni accordi che regolano i rapporti tra gli azionisti vengono normalmente inclusi nel contratto d'investimento, che svolge così anche funzione di patto parasociale tra gli azionisti originari e quelli entranti.

Tali forme di accordo possono riguardare:

- la "corporate governance". Quest'area comprende le regole per la nomina ed il funzionamento degli organi sociali, per il funzionamento del controllo di gestione, per le maggioranze qualificate richieste per atti particolari (come acquisto e cessione di azioni e/o di partecipazioni);
- il disinvestimento. Si tratta di accordi sulle regole di disinvestimento e sull'esercizio dei diritti di opzione. L'imprenditore può riacquistare la quota ceduta originariamente

all'investitore istituzionale nel capitale di rischio. Tale eventualità può essere prevista contrattualmente fin dall'inizio dell'intervento, affidandone l'attivazione all'impresa (call) o all'investitore (put). In tali casi l'investitore istituzionale rappresenta un partner temporaneo che si impegna a "traghetare" l'intera compagine sociale, e non solo l'impresa, verso una dimensione o una struttura più adeguata alle esigenze del mercato.

APPENDICE

Nella tabella che segue vengono analizzate due tipiche operazioni di private equity: il Leveraged Buy-Out (LBO) utilizzato soprattutto nei passaggi generazionali e l'investimento operato ai fini di una crescita strutturale dell'azienda. Per entrambi sono evidenziate: (i) le caratteristiche ed il posizionamento di mercato della società target, (ii) le caratteristiche tipiche dell'operazione, (iii) il periodo di investimento tipico e (iv) le ragioni dell'operazione per il venditore.

TIPOLOGIA DI OPERAZIONI		
	LEVERAGED BUY OUT	DEVELOPMENT CAPITAL
Caratteristiche e posizionamento di mercato delle società Target	<ul style="list-style-type: none"> • Significativa e stabile generazione di flussi di cassa • Settori maturi e/o opportunità di miglioramento dei margini attraverso il miglioramento dell'efficienza operativa 	<ul style="list-style-type: none"> • Crescita/sviluppo (investimenti nell'incremento di capacità produttiva per accelerare la crescita) • Ristrutturazione finanziaria (in presenza di EBITDA positivo) • Opportunità di consolidamento del settore tramite acquisizioni/fusioni
Caratteristiche tipiche dell'operazione	<ul style="list-style-type: none"> • Quote di maggioranza, anche in co-investimento con altri investitori • Possibile non essere in maggioranza relativa, a condizione di avere competenze distintive sul settore o sulla specifica operazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Significative quote di minoranza • Principale socio finanziario • Azionista di maggioranza è tipicamente l'imprenditore/amministratore delegato
Periodo di investimento tipico	<ul style="list-style-type: none"> • 3/4 anni 	<ul style="list-style-type: none"> • 4/5 anni
Ragioni dell'operazione per il venditore	<ul style="list-style-type: none"> • Passaggio generazionale • Family o Management buy-out • Uscita da precedente LBO 	<ul style="list-style-type: none"> • Necessità di rafforzare la compagine sociale • Opportunità di acquisizioni