

Il *private equity* per le PMI: fattore di miglioramento o di intrusione?



finanza d'impresa

Le prospettive finanziaria, manageriale/commerciale, organizzativa

Fabrizio Bencini

Partner di Kon SpA,
dottore commercialista

Francesco Ferragina

Partner di Kon SpA,
dottore commercialista,
docente a contratto
di Finanza aziendale
all'Università di Firenze

Il successo delle iniziative di *private equity* in Italia è un fenomeno tanto atteso quanto ancora irrealizzato; ciò dipende dalla struttura delle nostre imprese o dal modo in cui il *private equity* si pone e dalle aspettative che richiede? Quando, nelle PMI, questo strumento è un valido supporto finanziario e strategico per la crescita e quando invece un ottimo modo per monetizzare i successi di una vita? Nelle PMI a quali condizioni ha senso fare entrare un fondo di *private equity* in minoranza nel capitale? Comprendere le ragioni del ritardato sviluppo permette di potere avvicinare le due parti.

Sovente il tema dell'apertura all'ingresso nel capitale delle PMI viene affrontato in un'ottica finanziaria e valutato in meri termini di rendimento atteso da parte dell'investitore. Questo approccio comporta un immediato scoglio da superare per l'imprenditore che considera il *private equity* come un "motore per la crescita" della propria impresa: come si possono giustificare i rendimenti richiesti, spesso a doppia cifra, per un coinvolgimento finanziario che, a ben leggere le *way-out* individuate nei contratti, di fatto può essere talvolta assimilato a un capitale di debito molto oneroso? La quantificazione del rendimento costituisce uno dei massimi freni al coinvolgimento di soggetti esterni nelle PMI; queste realtà, infatti, spesso non sono portatrici di risultati di bilancio gratificanti. Ciò comporta una rilevante "scommessa" da parte del *private equiter* nell'aspettativa di una crescita che possa remunerare adeguatamente il capitale investito. L'assun-

zione di rischi spesso rilevanti (visto che, fino al momento dell'ingresso del nuovo finanziatore, l'azienda beneficiaria non si era ancora mostrata capace di produrre reddito e flussi di cassa soddisfacenti) comporta quindi la richiesta di rendimenti che, agli occhi di un imprenditore medio, appaiono esosi, se non addirittura ingiustificati.

"Qual è il reale apporto di un soggetto che richiede un ritorno sul capitale investito del 20-25% annuo? Perché dovrebbe beneficiarne lui, sottraendo di fatto capacità di remunerazione senza una contemporanea pari assunzione di rischio imprenditoriale?". Queste domande risuonano nella mente dell'imprenditore, unitamente al senso di disagio e di disturbo provato quando si esprimono giudizi sull'operato di una vita.

Secondo una prospettiva esclusivamente finanziaria, l'approccio al tema sconta perciò un difetto



di comunicazione: spesso le PMI non conoscono le regole del gioco e non riescono a comunicare secondo il "linguaggio finanziario", così come gli esperti di finanza non riescono a capire a fondo le aspettative di quel *business* specifico e si trincerano dietro le rigide regole delle garanzie e del rendimento. Si badi bene: non si vuole fare apparire negativo un apporto che consideriamo rilevante per lo sviluppo del nostro sistema imprenditoriale. Riteniamo soltanto che debba essere considerato dagli imprenditori per quello che è: uno strumento finanziario complesso, alternativo ad altri strumenti, funzionale alla strategia dell'impresa. Abbiamo quindi evidenziato due parole chiave che intendiamo ribadire: è uno *strumento* finanziario per la crescita e deve essere *funzionale* alla strategia dell'impresa. Spesso invece gli imprenditori di aziende di piccole e medie dimensioni scontano un timore reverenziale nella relazione con il *private equity* che li porta a farsi guidare nell'approccio e orientare nella strategia.

Una nota preliminare si impone: in questo nostro contributo ci si vuole riferire prevalentemente a quei fondi che intervengono nel capitale delle imprese in minoranza, magari qualificata. Per questi motivi l'esperienza del *private equity*, nell'ottica di una PMI, dovrebbe essere presa in considerazione almeno secondo tre diverse prospettive:

- finanziaria;
- manageriale/commerciale;
- organizzativa.

La prospettiva finanziaria

La possibilità di reperire celermente mezzi finanziari, anche se a costi non sempre convenienti, è la più semplice lettura a giustificazione di un intervento di un fondo di *private equity*. Si consideri infatti che solo una realtà con evidenti prospettive e con chiari progetti per il futuro riesce ad attrarre nuovi finanziatori e, in particolare, nuovi soci: ricordiamolo sempre! In quest'ottica il confronto con un *private equiter* consente di avere chiari almeno due fattori, spesso ignoti alle realtà di medie dimensioni, come il *costo del capitale* e il *valore del proprio business*.

Riguardo al primo dei due fattori, si sottolinea che, molto spesso, nelle PMI il *costo del capitale* non è elemento considerato nell'ambito delle scelte strategiche e tanto meno nella valutazione dei risultati. Sovente esiste confusione e sovrapposizione tra la tasca dell'imprenditore e quella del socio, motivo per cui i compensi per l'attività di amministrazione e i relativi *benefit* costituiscono una forma di utile aziendale occultato.

L'effettiva produzione di risultati, anche economici, gratificanti può inoltre essere compressa dall'incidenza degli oneri di natura fiscale, i quali, facendo da padroni, arrivano a comprimere in modo rilevante i risultati gestionali.

Avere chiaro in mente l'entità del rendimento che un terzo indipendente potrebbe richiedere, a seguito dell'ingresso nel capitale di rischio, dovrebbe condurre a considerare tale ritorno almeno pari a quello di chi è e resta spesso socio di maggioranza. Avere un obiettivo esplicito e oggettivo impone un cambio di mentalità nell'assunzione anche delle scelte più operative, non solo per soddisfare l'esigenza del *private equiter*, ma anche per dare visibilità ai reali riscontri del proprio *business*. L'esercizio diventa lodevole quando, oltre che a utilizzarlo come obiettivo aziendale, si vanno ad approfondire le motivazioni sottostanti alla richiesta di un preciso rendimento. Una prima componente sarà da ricercarsi in ciò che il *business* è, una seconda in quello che appare e nel modo in cui viene organizzato e gestito.

Il secondo ambito apre spesso il tema della prospettiva organizzativa: maggiori sono la trasparenza, l'organizzazione e il controllo della realtà imprenditoriale, minori sono i rischi; ciò genera naturalmente un effetto positivo e diretto sul tasso richiesto. La comprensione del *business*, la sua leggibilità e prevedibilità sono invece legati non solo a un giudizio di merito del terzo indipendente (giudizio tanto più difficile da recepire, quanto minore è la competenza dell'interlocutore che lo formula), ma anche alla chiarezza con cui sono tracciate le linee evolutive. A volte può capitare, parlando con l'imprenditore e leggendo con attenzione i numeri dell'azienda, che i risultati conseguiti dipendano spesso da una sommatoria di circostanze in grossa par-

te connesse a eventi non previsti e fortuiti. Anche realtà apprezzabili non hanno l'abitudine a formalizzare le strategie, il che comporta sovente un *business* che appare poco organico, con funzioni aziendali e *business unit* che apparentemente sembrano scollegate, non sinergiche e soprattutto con aspettative evolutive rimesse all'andamento della congiuntura, del mercato e/o del settore di competenza. Non è detto che ciò coincida con la realtà, ma la percezione che se ne acquisisce dall'esterno basta per avere un effetto sulla richiesta di sovra-rendimenti e persino un giudizio finale negativo sull'affidamento. Abituarsi a semplificare la comprensibilità del proprio *business* e delle variabili esplicative della sua evoluzione, riuscire a rendere immediatamente percepibili i propri fattori critici di successo sono elementi che solo il confronto con un soggetto esterno spinge a considerare come rilevanti. In realtà, questo modo di operare è di aiuto per tutta l'organizzazione, spinge a lavorare meglio e in modo più consapevole verso la realizzazione della strategia.

La prospettiva finanziaria spesso si limita a considerare il costo del capitale apportato, senza considerare un altro elemento distintivo: il lasso di tempo necessario alla chiusura dell'operazione. Le migliori operazioni di *private equity* si fondano infatti sull'opportunità di cogliere nel mercato "occasioni" che l'impresa ha costruito con gli sforzi quotidiani, ma che non potrebbe conseguire solo con i mezzi propri attualmente disponibili. In questo senso il *private equity* diventa un fattore di forte accelerazione che può spingersi fino alla generazione di un salto "quantico" del *business*, che si sarebbe potuto realizzare solo nel tempo e in modo graduale. Per cogliere però le occasioni occorre avere dei soci e non dei revisori. Occorre perciò che i fondi di *private equity* riescano a interpretare il *business* intervenendo con estrema rapidità ed elasticità, nel corso della vita dell'investimento secondo trasparenza informativa e tramite obiettivi definiti e condivisi. Le invasive analisi di *due diligence*, le lunghissime trattative, a volte focalizzate alla quantificazione di pochi centesimi di punto, sono spesso il preludio a un rapporto nato sotto cattivi auspici in cui entrambi i soci, pur con prospettive diverse, avrebbero dovuto essere concentrati sul *business* e non su formalità

contrattuali e clausole legali inserite a "paracadute". In questo senso la capacità di capire prima degli altri che cosa il *business* (e non tanto l'imprenditore) richieda costituisce un fattore critico di successo per quelle strutture di *private equity* che decidano di relazionarsi con il mondo della media impresa.

Altro argomento di notevole rilievo è la *way-out* che è necessario offrire al fondo e che è riportata nel contratto sottoscritto tra le parti sotto forma di una serie di opzioni: ma sono tutte realmente esercitabili dall'imprenditore?

Le opzioni più frequentemente utilizzate sono le seguenti:

1. quotazione in Borsa;
2. cessione a terzi industriali o finanziari graditi all'imprenditore della maggioranza del capitale;
3. riacquisto della quota del fondo da parte dell'imprenditore con un rendimento minimo garantito e, qualora questo non fosse soddisfacente, il valore dell'azienda e quindi il successivo riacquisto dipenderebbe dalla stima di un perito indipendente.

È evidente che altre possono essere le opzioni e le varianti a quelle sopra citate. Riteniamo tuttavia che queste possano essere già sufficienti a una prima riflessione.

La prima opzione in una PMI è tanto esercitabile, quanto più bassa è la quota sottoscritta da un *private equity*. Il mercato di Borsa non vede, infatti, di buon occhio collocamenti in cui la quota di capitale offerta sia in maggioranza in vendita e non in sottoscrizione. Gli operatori, infatti, preferiscono che il loro apporto sia motore di un nuovo e immediato sviluppo piuttosto che il modo per liquidare un socio.

La seconda opzione, soprattutto quando il fondo entra in minoranza, è quella più avversata: non consente di godere pienamente dei vantaggi di avere ceduto la maggioranza e se ne sopporta comunque l'onere più rilevante al momento dell'uscita dell'investitore.

La terza opzione è quella che con maggiore probabilità si verifica: a ben vedere, è però in contrasto con la scelta fatta inizialmente dall'imprenditore, quella di fare entrare un nuovo socio nella compagine sociale. Inoltre comporta un problema consistente di approvvigionamento di risorse finanziarie da parte dell'imprenditore con la conseguenza che talvolta, se l'operazione non è adeguatamente

finanza d'impresa



pianificata, si mette a rischio l'ulteriore e successivo sviluppo dell'impresa.

In altre parole, posto che riteniamo che l'apporto di un investitore istituzionale sia uno strumento molto importante nello sviluppo di un'impresa, ci pare opportuno in questa sede evidenziare che è consigliabile pianificare adeguatamente non soltanto, come spesso succede, la fase iniziale dell'operazione (quella di ingresso), ma anche la permanenza e la successiva uscita del fondo.

La prospettiva manageriale/commerciale

In alcuni casi i supporti forniti dai fondi di *private equity* non si "limitano" all'apporto finanziario, ma esigono un coinvolgimento anche sul *business* o nei vertici aziendali. Non si parla in questo caso delle classiche figure di controllo contabile (collegio sindacale, società di revisione, società di consulenza direzionale incaricate dall'intermediario finanziario), ma di *manager* che talvolta provengono dallo stesso settore e per questo risultano in grado di mettere a disposizione la propria esperienza alla guida della crescita e dello sviluppo anche attraverso il corretto utilizzo delle fonti finanziarie derivanti da operazioni di *private equity*.

Avere contatti e relazioni con riconosciuti professionisti di settore, con abili *manager* da potere inserire presso le società *target* costituisce spesso un fattore distintivo di successo di alcuni fondi. Pur con le complessità legate all'integrazione con la struttura operativa già presente in azienda e soprattutto con l'imprenditore, si possono fornire modalità di lettura alternative per questa particolare operazione di finanziamento, considerandola non solo come scomoda *partnership* finanziaria, ma anche come utile "strumento" a supporto del *business*.

I requisiti essenziali sono perciò legati alle persone coinvolte e al loro atteggiamento all'interno dell'impresa, che non deve essere di tipo inquisitorio o di mero controllo, ma di supporto allo sviluppo; pur essendo espressione del fondo di *private*, essi devono lavorare nell'interesse dell'azienda e non solo del *private equiter* o del socio storico. Per ridurre i tempi di integrazione di tali risorse, le

esperienze migliori consigliano non solo di occuparsi della ricerca dei *manager*, ma anche dell'individuazione e dell'inserimento di interi *team* di lavoro all'interno delle funzioni e delle *business unit* più delicate. È chiarificatore l'esempio di figure in grado di sviluppare il mercato estero, di ampliare la gamma di prodotti esprimibili sotto il marchio dell'azienda, di intervenire sul processo logistico o produttivo. Più di frequente il supporto si concentra sulle aree propulsive dello sviluppo e quindi del *marketing* e del commerciale. A volte questo può accadere tramite l'operazione di tutoraggio alle discendenze della proprietà nelle situazioni di passaggi generazionali.

In caso di successo quindi, non si potrà solo attribuire all'azienda il risultato, ma dovrà essere riconosciuto anche l'apporto delle persone e delle professionalità selezionate e inserite dal fondo di *private equity*. Questo richiede che il fondo intervenga con una prospettiva legata non solo all'aspetto finanziario di breve periodo, ma al supporto nello sviluppo del *business*.

È più semplice individuare il caso in cui questi *managers*, soprattutto con uno *standing* riconosciuto dal mercato, entrino nelle aziende *target* con operazioni di *management buy-out*, estromettendo di fatto i soci attuali. Al contrario, la coabitazione fra la compagine storica e le nuove risorse umane richiede una chiarezza di obiettivi e di responsabilità, che deve precedere l'operazione finanziaria in senso stretto e non essere ricercata per tentativi in fasi successive.

La prospettiva organizzativa

Molte delle nostre PMI sono scarsamente attrattive per i fondi di *private equity*, non solo per i numeri non esattamente brillanti che esse esprimono (tema che abbiamo già affrontato nella sezione finanziaria), ma anche per il contesto organizzativo che le caratterizza. Troppo spesso infatti sono gestite esclusivamente da un vertice ristretto, privo di figure manageriali in grado di sostenere il processo di sviluppo, con un'attività di pianificazione strategica e operativa magari presente, ma non formalizzata e diffusa e infine con un controllo macchinoso, spesso intempestivo e inaffidabile, che si riflet-

te in una scarsa propensione alla comunicazione finanziaria verso soggetti terzi e con un'avversione atavica alle forme di controllo costruttive.

Nel corso della vita dell'azienda, lavorare su questi fronti viene percepito come dedicare tempo e risorse a problematiche immateriali.

Sono frequenti i casi in cui si preferisce fare investimenti materiali, sviluppare la funzione commerciale, riorganizzare la logistica o la produzione, mentre la scelta di destinare le proprie risorse a problematiche organizzative viene spesso percepita come una perdita di tempo, tanto più accentuata, quanto maggiormente accentrato risulta essere il sistema decisionale che ha storicamente guidato l'azienda, riconducibile in molti casi a un'unica persona.

Nel momento in cui però un terzo soggetto finanziario intenda entrare nel capitale della società e condividere con il socio le prospettive di sviluppo della stessa, le carenze organizzative emergono in modo ineludibile e inaspettato. Da qui nasce un possibile indebolimento dell'interesse che pure vi sarebbe potuto essere. Programmare e definire le direzioni strategiche che l'azienda prenderà nel periodo oggetto del coinvolgimento del fondo, individuare le risorse che saranno investite nei progetti, fissare gli obiettivi da raggiungere e monitorare i risultati che si riusciranno a conseguire è un tipico elemento di valorizzazione agli occhi dell'investitore. Maggiore sarà la chiarezza degli obiettivi e l'attendibilità dei risultati, minore sarà l'attività invasiva del fondo in termini sia di controllo sull'operatività, sia di controllo all'interno del consiglio di amministrazione e fuori di esso.

Lavorare bene sui temi organizzativi prima di entrare in contatto con il fondo significa quindi non solo farsi trovare genericamente pronti, ma massimizzare il valore dell'impresa, diminuire il tasso di remunerazione richiesto (perché diminuisce il rischio) e garantire una permanenza del fondo retta da regole chiare: trasparenza e risultati.

Gli strumenti di cui dovranno dotarsi le imprese per potere prepararsi a gestire nel modo più virtuoso possibile il *private equity* sono:

– il *business plan*; in questo ambito è fondata-

tale non concentrarsi nella formulazione di numeri folgoranti, ma specificare dove l'azienda vuole andare e con quali mezzi. La componente numerica deriva dall'impostazione qualitativa che permette di rendere leggibile il *business*, il suo sviluppo e la credibilità dei risultati che si dichiarano a supporto del piano;

- un *sistema di budget e controllo* snello e affidabile; non si cerchi in questo ambito la perfezione (ammesso che sia conseguibile), ma la circolazione delle informazioni: è fondamentale fissare pochi obiettivi chiari e controllarli su base periodica cercando di comprendere quali siano le retroazioni, cioè le attività che devono essere messe immediatamente in atto per conseguire gli obiettivi fissati. Questo meccanismo evita sorprese e consente al *private equiter* di avere il controllo della situazione, monitorare i risultati, conoscere gli scostamenti e quindi correggere l'azione;
- un *sistema di procedure operative e responsabilità*; le procedure sono spesso lette come sinonimo di burocrazia; ancora una volta dipende da chi le redige, in quali ambiti e con quali finalità: avere delle procedure essenziali permette di non dipendere esclusivamente dal sapere della persona, accresce il valore dell'azienda, rende più fluida la gestione dei rapporti e permette di definire in modo chiaro le responsabilità. Le procedure esistono in tutte le aziende, spesso non sono formalizzate e derivano dal comportamento quotidiano caratterizzandosi così come una prassi; tale *modus operandi* è tanto più pericoloso, quanto più sono accentrate e conosciute da un numero ristretto di persone;
- un *sistema di comunicazione finanziaria*: solo a valle dell'impianto e del funzionamento degli strumenti organizzativi sopra esposti possiamo parlare di comunicazione finanziaria. In senso lato ci si riferisce alla definizione delle informazioni da comunicare all'esterno, della tempistica, delle metodologie con le quali fornire le spiegazioni, alle modalità con cui aprire su di esse, stabilire le regole che permettono di velocizzare il rapporto con gli interlocutori esterni (essenzialmente finanziari) e con il fondo in particolare. Naturalmente le informazioni da destinare al fondo saranno più specifiche e "sensibili" rispetto a

finanza d'impresa



quelle da destinarsi alle banche. Per il fondo, in particolare, sarà importante intervenire verificando l'attendibilità delle stesse e accertandosi dell'influenza che queste generano sull'operatività: troppo spesso vengono infatti prodotte delle "informazioni per", costruite per il fruitore senza un reale legame evidente con la realtà aziendale da cui provengono e senza che vengano diffuse alle figure chiave che le hanno originate.

La lettura congiunta delle tre prospettive sopra esposte, finanziaria, manageriale e organizzativa, permette di comprendere appieno il valore del coinvolgimento di un fondo di *private equity*. Qualora l'impresa abbia già coperto internamente in modo eccellente la componente manageriale e organizzativa, evidentemente cercherà il *partner* più conveniente, che condivida le prospettive di *business* con la richiesta di un rendimento minore e con *way-out* chiare e compatibili con il *business* stesso. Qualora invece le due componenti interne (manageriale e organizzativa) non siano ben strutturate e affidabili, la scelta del fondo più adatto andrà calibrata anche tenendo conto delle necessità di supporto a questi specifici ambiti e, in particolar modo, delle aspettative di cui si è portatori. Troppi rapporti nascono infatti sulla base di aspettative sbagliate e non decollano, ma anzi si ingessano su carenze organizzative erroneamente ritenute dall'impresa già conosciute dal fondo e che l'investi-

tore cerca di superare richiedendo un proprio coinvolgimento diretto nella vita aziendale.

Un *check-up* iniziale permetterà di comprendere sia gli aspetti di *business* (qualitativi e numerici), sia le complessità manageriali e organizzative. Solo a valle di questa fase si potrà pensare di impostare un rapporto duraturo e fruttuoso.

La misurazione e la rappresentazione delle tre componenti consente di chiarire all'interno dell'impresa quali siano, prima di incontrare il *private equiter*, gli elementi salienti da valorizzare e quelli su cui dovere intervenire, permettendo, in definitiva, di impostare un rapporto su basi paritetiche e trasparenti. Sull'onda di alcune rilevanti novità nel mercato del credito (Basilea 2, nuovi strumenti finanziari, crescente presenza del *private equity* anche su realtà di dimensioni limitate), l'attenzione alla variabile organizzativa e manageriale è ora molto più elevata. In tutti quei casi nei quali c'è sostanza di *business*, investire su tematiche manageriali e organizzative permette di migliorare internamente l'azienda e diminuire il rischio connesso al coinvolgimento di un soggetto finanziario esterno; si presenta quindi come un investimento a elevato rendimento, perché incide sia sulle prospettive di conseguimento di risultati apprezzabili sia contestualmente sulla diminuzione del rischio di cui l'impresa è portatrice e che si riflette in modo immediato in un minore tasso richiesto dal *private equiter*.

Figura 1

