

# AIFI

## *L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*







Ottobre 2012

La presente Guida è stata elaborata nell'ambito dei lavori della Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali di AIFI.

In particolare, hanno curato la stesura e la redazione del documento: Giuseppe Campanella (Futura-Invest S.p.A.) e Walter Ricciotti (Quadrivio SGR)

*L'investimento in un fondo di private equity: guida al processo di selezione e due diligence*



---

# Indice

<b>1. PREMESSA</b>	<b>9</b>
<b>2. L'ORGANIZZAZIONE DELLA SELEZIONE</b>	<b>11</b>
2.1 LE FONTI D'INFORMAZIONE SUL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA	11
2.2 LE TIPOLOGIE DEI FONDI	12
2.3 GLI ASPETTI NORMATIVI E REGOLAMENTARI	13
2.4 L'ANALISI DELLE PRIORITÀ DELL'INVESTITORE	14
2.5 L'ORGANIZZAZIONE DELLA DUE DILIGENCE	14
<b>3. LA VALUTAZIONE DEI GESTORI</b>	<b>17</b>
3.1 IL TEAM D'INVESTIMENTO E LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DEL GESTORE	17
3.2 LA STRATEGIA D'INVESTIMENTO	19
3.3 I LIMITI PRUDENZIALI ALLA GESTIONE	20
3.4 L'ALLINEAMENTO DEGLI INTERESSI	21
3.5 LA SOSTENIBILITÀ NEL MEDIO TERMINE DELL'ORGANIZZAZIONE DEL GESTORE	24
<b>4. CONDIZIONI ECONOMICHE E ASPETTI LEGALI</b>	<b>27</b>
4.1 IL REGIME COMMISSIONALE E GLI ALTRI COSTI DELLA GESTIONE	27
4.2 GLI ORGANI DEL FONDO	33
4.3 IL REPORTING	37
4.4 IL RUOLO DEI KEY MEN	40
4.5 LA GESTIONE DELLE SITUAZIONI CRITICHE	42
<b>GLI AUTORI</b>	<b>45</b>





## 1. Premessa

Questa Guida si propone di illustrare, in sintesi e in forma estremamente pratica, gli aspetti peculiari che devono essere valutati da chi si accinga ad approfondire le opportunità e le caratteristiche di un investimento in un fondo di private equity.

La Commissione Rapporti con gli Investitori Istituzionali di AIFI ha, tra gli altri, l'obiettivo di diffondere un'adeguata cultura del private equity e di facilitare i rapporti tra fondi e potenziali categorie di sottoscrittori istituzionali.

Il tema della selezione degli investimenti e della due diligence è stato ritenuto particolarmente meritevole di approfondimento, al fine di rendere più familiare per l'investitore l'indagine conoscitiva che precede l'operazione straordinaria dell'investimento e della sua finalizzazione.

Nella stesura di questo documento si è, in particolare, fatto riferimento alle competenze professionali maturate da operatori primari, attivi da lunghi anni sul mercato del private equity nazionale. Si sono composte le esperienze di chi ha operato nel segmento dei fondi di fondi dedicati al private equity nazionale per le piccole e medie imprese, portando a termine numerose due diligence su fondi gestiti da operatori italiani, e quelle acquisite da chi è stato impegnato nella gestione di numerosi fondi di private equity essendo stato, quindi, oggetto di un significativo numero di due diligence da parte di investitori nazionali ed internazionali.

Il lavoro non ha pretesa di una rigorosa scientificità, ponendosi unicamente l'obiettivo di fornire al lettore un'introduzione alle principali tematiche che deve affrontare chi desidera valutare un investimento in un fondo di private equity.



## 2. L'organizzazione della selezione

### 2.1 *Le fonti d'informazione sul mercato del private equity in Italia*

La decisione per un investitore istituzionale o privato di allocare parte dei propri attivi nel private equity è la risultante di un processo di asset allocation che non è oggetto del presente lavoro, che invece si focalizza sul processo di selezione e due diligence successivo a questa decisione strategica.

Pertanto, una volta assunta la decisione di investire in private equity, l'investitore cercherà fonti attendibili attraverso le quali acquisire informazioni utili ad identificare gli operatori e a valutarne le caratteristiche e le performance.

AIFI, l'Associazione che raggruppa i fondi di private equity e venture capital in Italia, pubblica annualmente un Yearbook che raccoglie le schede di presentazione dei propri associati, che rappresentano la maggioranza degli operatori nazionali. La pubblicazione contiene, inoltre, un'analisi aggiornata dei dati sul mercato italiano del private equity e del venture capital, una descrizione del quadro normativo di riferimento ed alcuni articoli monografici riguardanti la performance del settore, la confidence survey circa l'opinione degli investitori istituzionali nel capitale di rischio sul mercato e l'analisi del mercato delle venture backed IPO.

Ulteriori informazioni possono essere acquisite attraverso il PEM<sup>®</sup> – Private Equity Monitor e il Venture Capital Monitor – VEM<sup>™</sup>, Osservatori permanenti dell'Università Carlo Cattaneo di Castellanza, che monitorano le operazioni di private equity e di early stage realizzate in Italia da parte di operatori finanziari specializzati.

Non esiste invece alcuna fonte pubblica che consenta di acquisire informazioni specifiche riguardanti i singoli operatori o che fornisca

misurazioni e rilevazioni delle loro performance, essendo il private equity, per sua stessa natura, un'attività che si svolge nel rispetto di precisi criteri di riservatezza. Nella generalità dei casi risulta difficile acquisire da fonti pubbliche indicazioni riguardanti gli investitori, il valore delle operazioni d'investimento effettuate, le performance conseguite. Tali dati sono noti alle Autorità di Vigilanza, alle autorità fiscali e risultano da atti notarili, ma appunto non sono diffusi pubblicamente.

Sebbene, dunque, il potenziale investitore sia in grado, attraverso fonti pubbliche, di avere un quadro abbastanza preciso degli operatori e delle caratteristiche principali del mercato, la selezione del fondo nel quale effettuare l'investimento passa attraverso un processo di approfondimento successivo che mira ad acquisire ulteriori importanti elementi di valutazione. Nei prossimi paragrafi si cercherà di illustrare in dettaglio come viene organizzata la due diligence che precede l'investimento.

## **2.2 Le tipologie dei fondi**

Con il termine private equity si tende ad identificare, per differenza, tutto ciò che non è public equity, ovvero l'investimento in strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati. Il private equity si configura, infatti, come investimento privato in capitale di rischio. Il mercato italiano del private equity ha fatto registrare, negli anni, profondi mutamenti sia in termini quantitativi che sotto il profilo qualitativo.

Oggi il settore si presenta con un'offerta più specializzata, garantita da investitori stabilmente presenti nel nostro Paese. In funzione delle imprese target oggetto di acquisizione si può distinguere tra fondi che investono in azioni di grandi aziende (large buy out) e fondi che investono prevalentemente in piccole e medie aziende (mid market buy out), fondi che privilegiano aziende sane ed in crescita (growth capital) e fondi che puntano a risanare aziende in crisi, anche prossime a procedure concorsuali (turn-around, distressed asset). Un segmento con proprie peculiarità rispetto ai precedenti è quello dei fondi che investono in tecnologia e start up

(venture capital). Da menzionare anche i fondi che investono in infrastrutture, in impianti di produzione di energie rinnovabili, i fondi di mezzanino e altre fattispecie ancora. Sul piano geografico, infine, si distinguono i fondi pan-europei da quelli domestici per arrivare ai fondi che hanno obiettivi di investimento a supporto di specifiche aree regionali. Un ulteriore criterio di segmentazione del mercato è rappresentato dal fattore dimensionale, avendo i fondi dimensioni diverse a seconda dell'ambito geografico degli investimenti. In particolare si distinguono i fondi locali, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate all'interno dei confini nazionali, che hanno dimensioni normalmente comprese tra i 50 e i 500 milioni di Euro, dai fondi globali, la cui attività d'investimento è dedicata ad imprese localizzate in qualsiasi mercato geografico, che raggiungono dimensioni fra i 2 miliardi e i 10 miliardi di Euro. Risulta evidente che la tipologia di opportunità è molto ampia e deve essere attentamente valutata in funzione degli obiettivi specifici di ciascun investitore.

### ***2.3 Gli aspetti normativi e regolamentari***

L'attività di investimento in private equity è in gran parte regolamentata dalle competenti Autorità di Vigilanza. Gli operatori italiani sono oggi distinguibili tra operatori che gestiscono fondi organizzati in forme societarie di vario tipo e operatori che gestiscono OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) per il tramite di una società di gestione del risparmio (SGR), intermediario soggetto al controllo primario della Banca d'Italia e in parte della Consob.

Non riteniamo esistano motivi oggettivi che possano rendere preferibile per l'investitore una struttura legale rispetto ad un'altra. Gli investitori istituzionali professionali sono abituati a scelte d'investimento che prescindono dalla struttura legale. Per altre tipologie d'investitori meno sofisticati è consigliabile fare affidamento, nel corso del processo di selezione, su studi legali e tributari qualificati sia per i profili civilistici sia per quelli fiscali.

## **2.4 L'analisi delle priorità dell'investitore**

Il processo di selezione di un fondo di private equity dovrebbe sempre prendere avvio da una ponderata analisi degli obiettivi e dei vincoli dell'investitore. Un primo aspetto da considerare è l'ammontare che si ritiene opportuno investire in proporzione al proprio patrimonio complessivo. Un secondo elemento su cui riflettere è la sostenibilità temporale dell'investimento, essendo l'investimento in private equity un investimento di medio-lungo periodo non facilmente liquidabile, anche se negli ultimi anni si è sviluppato un mercato secondario (ossia di operatori che acquistano quote sottoscritte da precedenti investitori durante la vita del fondo) abbastanza vivace. Il terzo elemento che deve indirizzare la scelta è il profilo rischio-rendimento atteso. Ciascun investitore dovrebbe valutare attentamente i tre profili di cui sopra prima di avviare la selezione.

## **2.5 L'organizzazione della due diligence**

La scelta di un fondo di private equity presuppone un'accurata due diligence che richiede un'attenta organizzazione. Nella prassi il processo di due diligence si svolge in un periodo di tempo compreso tra i tre e i sei mesi. Una due diligence troppo breve non consente di vagliare, con la necessaria accuratezza, le informazioni raccolte e di effettuare i necessari riscontri tra le diverse fonti di informazione. Una due diligence troppo lunga rischia di appesantire il quadro valutativo con dettagli eccessivi.

La due diligence si articola sostanzialmente in quattro fasi:

- Presentazione dell'iniziativa da parte del team di gestione e raccolta documentale
- Analisi della documentazione e controllo delle referenze
- Contatti diretti: visita alla sede del team di gestione ed incontro conoscitivo con tutti i suoi membri, visita ad alcune delle società nelle quali il team ha investito in passato, incontri con altri investitori del fondo
- Analisi della documentazione legale ed eventuale negoziazione degli aspetti economici e legali della proposta.

È preferibile che nel processo di due diligence siano coinvolti più soggetti, con competenze diverse. In particolare il controllo delle referenze e i contatti diretti dovrebbero vedere coinvolti soggetti con elevata seniority ed esperienza: gli elementi più importanti da valutare sono, infatti, di carattere qualitativo e afferiscono alla valutazione delle persone coinvolte più che alla misurazione di dati oggettivi.

L'analisi legale richiede competenze specifiche e deve concentrarsi sulla coerenza delle caratteristiche del fondo e delle regole che lo governano con le esigenze dell'investitore. A titolo di esempio si possono menzionare due aspetti: l'informativa e le modalità di versamento delle quote sottoscritte. Per ciò che riguarda il reporting si segnala che la gran parte dei fondi fornisce agli investitori aggiornamenti sull'evoluzione degli investimenti con cadenza semestrale, è quindi impossibile conciliare questa prassi con eventuali esigenze di rendicontazione più frequente da parte dell'investitore. Con riferimento al versamento delle quote sottoscritte si ricorda che i fondi di private equity richiamano gli impegni sottoscritti normalmente nel momento in cui il fondo ha deliberato un nuovo investimento. Un investitore con esigenze rigide di tesoreria si troverebbe in difficoltà a rispettare i termini dei richiami che non sono programmabili con largo anticipo e usualmente prevedono pochi giorni di anticipo (solitamente tra i dieci e i quindici). L'investitore in private equity deve avere, quindi, una gestione di tesoreria compatibile e coerente con questa modalità di versamento delle quote sottoscritte.





## 3. La valutazione dei gestori

### ***3.1 Il team d'investimento e la struttura organizzativa del gestore***

Il potenziale investitore che abbia trovato interessante l'opportunità di investimento presentatagli avvierà una fase di analisi più approfondita che, generalmente, prende avvio con la valutazione del team di investimento e della struttura organizzativa del gestore.

Relativamente al team di investimento, le principali variabili oggetto di indagine possono essere schematizzate come segue:

- Esperienza e track record
- Livello di coesione del team
- Qualità personali ed etiche dei key people
- Combinazione tra competenze finanziarie ed aziendali
- Bilanciamento della seniority all'interno del team
- Organizzazione e ruoli nell'ambito del processo decisionale
- Coinvolgimento dei diversi soggetti nelle attività di gestione
- Motivazione dei membri del team.

La capacità di analisi del team di investimento è uno dei punti centrali per ogni investitore in un fondo di private equity e pertanto è la fase della due diligence a cui viene dedicato più tempo. Il potenziale investitore incontrerà la maggior parte o anche tutte le persone che fanno parte del team attraverso colloqui sia di gruppo sia individuali, con lo scopo di valutare le esperienze pregresse dei key members esaminando le operazioni effettuate e lo stile d'investimento.

Sempre più spesso per analizzare il team viene richiesto ai key members di fornire delle referenze di persone che abbiano lavorato con loro in passato e vengono effettuate chiamate telefoniche vol-

te ad approfondire la conoscenza indiretta del management team e ad individuare eventuali discrepanze rispetto alle informazioni fornite. Molto utili sono le referenze di altri investitori che abbiano effettuato investimenti in precedenza, del management di società in cui il team abbia investito in passato, di funzionari di banche che abbiano lavorato con il team.

In particolare, grande attenzione viene usualmente dedicata a comprendere le dinamiche interne tra i membri del team, per assicurarsi che vi sia un buon grado di coesione all'interno del gruppo, che coesistano skills complementari e che i ruoli siano definiti con chiarezza. Un rischio non trascurabile, infatti, è che le persone chiave della società di gestione abbiano valide qualità individualmente prese e significative esperienze di gestione, ma che risulti difficile armonizzare il gruppo nella sua globalità. Attenzione va anche dedicata alla struttura anagrafica del team, che deve presentare un giusto mix di seniority e un'adeguata presenza di persone junior che possano, nell'arco degli usuali dieci anni di vita di un fondo, crescere e se necessario sostituire un membro senior che dovesse per qualsiasi ragione abbandonare il team, garantendo un adeguato ricambio generazionale alla struttura.

Negli ultimi anni gli investitori in fondi di private equity hanno gradualmente aumentato la loro attenzione non solo sull'analisi del team di investimento, ma anche sulla struttura a supporto delle operations. In particolare gli aspetti che vengono presi in considerazione nella valutazione della struttura di supporto sono:

- Struttura interna di compliance
- Funzioni esternalizzate
- Processo di back office e di valutazione del portafoglio
- Qualità della banca depositaria
- Completezza delle procedure di controllo
- Procedure di risk management
- Struttura di reporting.

Per questi aspetti bisognerà prestare particolare attenzione agli eccessi di formalizzazione verificando la sostanzialità e l'efficacia dei sistemi di controllo.

### **3.2 La strategia d'investimento**

Un altro aspetto fondamentale nella selezione di un fondo di private equity è rappresentato dalla strategia di investimento. Maggiore è il grado di sofisticazione del potenziale investitore, maggior importanza sarà attribuita alla differenziazione e alla coerenza della strategia. Gli investitori che investono in un numero elevato di fondi ragionano, infatti, anche in un'ottica di asset allocation, andando a ripartire gli investimenti in private equity tenendo conto del vintage (ossia del periodo di inizio dell'attività di investimento), della dimensione, dei settori di intervento, della tipologia di investimenti effettuati (venture capital, expansion, buy-out, turnaround, etc.), delle aree geografiche di investimento e di altre caratteristiche peculiari dei fondi da selezionare.

Per gli investitori che hanno in portafoglio un numero più limitato di fondi, il tema della differenziazione della strategia è solitamente meno importante e la selezione sarà focalizzata su un numero più ristretto di fondi che verranno giudicati con una particolare attenzione alle performance e all'equilibrio con gli obiettivi di investimento predefiniti.

La coerenza della strategia è invece ritenuta essenziale dalla pressoché totalità degli investitori professionali e solitamente viene valutato con attenzione se la strategia dichiarata dal fondo in esame sia in linea con la storia pregressa del team, nonché se le competenze e l'organizzazione dei gestori siano coerenti con la strategia dichiarata.

In genere gli investitori tendono a preferire, salvo casi piuttosto rari, team che non modificano la propria strategia di gestione, per i quali pertanto il track record passato possa essere l'indicatore più affidabile della capacità di produrre risultati simili anche in futuro. Si tende, dunque, a preferire fondi che continuino ad investire nelle stesse geografie, negli stessi settori, nella stessa tipologia di deal, in modo coerente rispetto a fondi lanciati in precedenza. Negli ultimi anni sta diventando sempre più importante anche la coerenza di dimensione dei target di investimento e di conseguenza di dimensione del fondo. Infatti, fino al 2007-2008, quando la raccolta di fondi nel settore del private equity era in crescita stabile, risultava

usuale che team che avessero ben performato con il fondo precedente, riuscissero a raccogliere fondi anche di 3-5 volte maggiori rispetto al fondo precedente. Più recentemente, gli investitori professionali tendono a preferire i team che hanno obiettivi di raccolta non superiori a una volta e mezza, massimo due volte, il fondo precedente.

### **3.3 I limiti prudenziali alla gestione**

Essendo le decisioni di investimento totalmente demandate alle scelte della società di gestione, gli investitori prestano particolare attenzione agli aspetti regolamentari che portano a limitare i rischi insiti nell'investimento di private equity.

In particolare, gli aspetti che vengono analizzati e ove possibile discussi e modificati su richiesta degli investitori riguardano usualmente i seguenti limiti:

- alla concentrazione del rischio;
- ai paesi in cui è possibile investire;
- ai settori d'investimento;
- agli investimenti in società quotate;
- all'assunzione di debito;
- agli investimenti in determinate fasi di vita dell'azienda target (start-up, turnaround, etc.);
- agli investimenti con/in parti correlate;
- ai reinvestimenti dei proventi da disinvestimenti.

Su queste tematiche non vi è ancora una prassi condivisa ed è abituale che vari investitori richiedano, per motivi economici, politici, religiosi o altri, vincoli specifici e pertanto accade spesso che il regolamento del fondo possa soddisfare solo una parte delle differenti richieste avanzate dagli investitori.

Un esempio interessante è rappresentato dagli investitori americani che richiedono, molto frequentemente, che il fondo non possa investire in paesi invisi agli Stati Uniti. Per gli investitori di paesi musulmani spesso è condizione fondamentale che sia esplicitamente vietato l'investimento nei settori degli alcolici, della lavorazione dei suini, e di altri settori non compatibili con i propri principi religiosi.

Due limiti che sono pressoché sempre presenti, essendo peraltro disciplinati direttamente da Banca d'Italia con riferimento ai fondi che rientrano nel suo ambito di vigilanza, sono quello relativo al limite d'investimento in una singola società, che generalmente si attesta intorno al 20%-25% del patrimonio del fondo e quello relativo agli investimenti con parti correlate.

### **3.4 L'allineamento degli interessi**

Altro tema cruciale in ogni due diligence svolta da investitori professionali è l'allineamento di interessi tra investitori e gestori.

Le tre leve sulle quali normalmente gli investitori lavorano per allineare il più possibile tali interessi sono: i meccanismi di incentivazione dei gestori, il commitment economico da parte del team nel fondo ed il regime commissionale e gli altri costi di gestione.

Questo ultimo tema verrà descritto più in dettaglio successivamente, in relazione all'allineamento di interessi la valenza è rappresentata dal fatto che gli investitori desiderano garantirsi che la parte principale della remunerazione del gestore provenga dalla performance fee e non dalle commissioni di gestione o da altri ricavi. Nello stesso tempo cercano di tutelarsi dall'eventualità che vengano impropriamente addebitati al fondo costi che dovrebbero, in tutto o in parte, essere di competenza della società di gestione.

Con riferimento ai meccanismi di incentivazione il private equity ha visto, inizialmente, nel carried interest, anche denominato performance fee, il più rilevante strumento di allineamento di interessi. Il riconoscere infatti una percentuale, normalmente pari al 20% della plusvalenza realizzata, al gestore comporta naturalmente che quest'ultimo si ponga come obiettivo primario la massimizzazione della plusvalenza da realizzare.

Con l'evolvere dell'industria, il carried interest non è stato più ritenuto, in quanto tale, sufficiente a garantire l'obiettivo dell'allineamento degli interessi e pertanto è stato rimodulato secondo strutture differenti, subordinandolo al raggiungimento di un rendimento minimo e posticipandolo nel tempo. La prassi in uso al momento è che il carried interest venga riconosciuto al gestore solo al su-

peramento di una determinata soglia di rendimento minimo detta hurdle rate, normalmente compresa tra il 6% e l'8%, variabile in funzione della congiuntura del mercato finanziario e che sia versato solo dopo che gli investitori abbiano ricevuto l'intero importo versato oltre al suddetto rendimento minimo e non per ogni singolo deal come avveniva precedentemente. L'obiettivo dei gestori dovrebbe, pertanto, essere non solo quello di conseguire una plusvalenza in termini assoluti, ma anche di realizzare un buon tasso di rendimento composto su base annua (IRR).

Non vi è ancora, per contro, una prassi consolidata relativamente al meccanismo del cosiddetto "catch-up", ossia il meccanismo di calcolo del carried interest non appena superata la soglia dell'hurdle rate. Alcuni regolamenti di fondi prevedono che il carried interest venga corrisposto solo sulla parte eccedente l'hurdle rate, alcuni che una volta superato l'hurdle rate il carried interest venga calcolato su tutta la plusvalenza realizzata, altri che vi sia un meccanismo di catch-up, strutturato con differenti velocità di recupero, tale per cui oltre la soglia di rendimento minimo il carried interest vada gradualmente ad essere applicato su tutta la plusvalenza.

Ulteriore particolarità è rappresentata dal meccanismo previsto di vesting del carried interest per i singoli beneficiari. Tale aspetto viene normalmente analizzato solo dagli investitori più sofisticati ed è finalizzato a verificare che il carried interest sia effettivamente attribuito a chi abbia contribuito, per un periodo significativo, alla creazione di valore e non a chi vi abbia partecipato attivamente solo per un periodo di tempo limitato. Infatti se il vesting, ossia il sistema per il quale si matura il diritto a percepire il carried interest al momento della distribuzione dello stesso, è attribuito su un periodo troppo breve o addirittura indipendentemente dal tempo di permanenza nella gestione del fondo, ci si espone al rischio che alcuni membri del team, una volta raggiunto il periodo concordato, possano trovare conveniente abbandonare il team essendosi garantiti la propria quota di carried interest.

Con riferimento agli aspetti economici, il principale cambiamento avvenuto gradualmente negli ultimi anni è il fatto di considerare imprescindibile l'investimento da parte del team di gestione nel fondo gestito. Se solo fino a dieci anni fa erano delle eccezioni i fon-

di dove il team era anche un investitore nel fondo, ora difficilmente sarebbe accettabile, sia per gli investitori istituzionali sia per quelli privati, che il team non investisse anch'esso, con una quota non irrilevante, nel fondo. L'obiettivo è evidentemente che il team benefici non solo dell'eventuale upside sul risultato, legato al carried interest, ma che condivida anche il rischio del down side nel caso in cui il fondo non performi in maniera soddisfacente. Non vi è né una regola né una prassi consolidata su quanto debba essere la percentuale investita da parte del team, essendo legata anche al patrimonio dei membri senior del team di gestione e alla dimensione del fondo. Per fondi maggiori può essere accettabile una percentuale di investimento minore, volendo quantificare possiamo indicare come livelli adeguati ed ormai di prassi quelli compresi tra l'1% ed il 5% della capitalizzazione del fondo.

Un ultimo elemento, non meno rilevante, sul tema dell'allineamento di interessi tra investitori e gestori è legato ai limiti, contenuti anch'essi nel regolamento del fondo, legati alla possibilità di raccolta di un fondo successivo. In questo caso l'obiettivo degli investitori è quello di non consentire al team di concentrarsi sulla raccolta di un fondo successivo prima di aver investito una buona parte del primo fondo raccolto, ciò a maggior ragione nel caso in cui il secondo possa risultare in conflitto di interessi con gli investimenti effettuati dal primo. Generalmente gli investitori richiedono che il team abbia investito il 60%-70% del fondo precedente prima di essere autorizzato al collocamento di uno successivo. Per contro, un altro obiettivo degli investitori dovrebbe essere, ma l'uso del condizionale è d'obbligo, che la società di gestione continui a crescere, raccogliendo altri fondi e potenziando il proprio team.

### ***3.5 La sostenibilità nel medio termine dell'organizzazione del gestore***

Se fino a qualche anno fa la due diligence da parte degli investitori era maggiormente concentrata sulle qualità del team, la strategia di investimento ed il track record, negli ultimi anni è progressivamente aumentata l'attenzione su come la società di gestione sia

organizzata al proprio interno e su quale sia la struttura del gestore anche dal punto di vista dei costi.

Tale attenzione è volta ad avere maggiori elementi di giudizio sulla capacità del team di continuare ad operare nel medio-lungo periodo. Nessun investitore ritiene opportuno investire nell'ultimo fondo gestito da un team. Qualora i partner e gli altri professional di un team percepissero di non riuscire a raccogliere nuovi fondi tenderebbero gradualmente a ricercare alternative professionali riducendo l'impegno dedicato alla gestione del fondo.

Pertanto, tre sono normalmente gli aspetti considerati dagli investitori nelle proprie valutazioni sulla struttura di costi del gestore: i) che i ricavi della società di gestione siano sufficienti a remunerare adeguatamente la struttura e che, al tempo stesso, non siano eccessivi ovvero tali da ridurre l'interesse dei partner a cercare di conseguire il diritto alle performance fees; ii) che in termini di salari e di ripartizione del carried interest non vi sia una eccessiva concentrazione a favore dei senior partner della società di gestione; iii) che la struttura sia organizzata in modo tale da motivare anche la componente più giovane del team a restare per lungo tempo parte della società di gestione.

Un aspetto sempre più valutato dagli investitori è la stabilità del team, sia analizzando il numero di anni di collaborazione comune, sia verificando che la rotazione dei professionals all'interno del team non sia stata troppo elevata. La struttura remunerativa ideale per il settore del private equity dovrebbe essere tale da rendere poco incentivante una rotazione eccessiva del team di gestione, a differenza di quanto avviene in altri settori, quali la consulenza e l'investment banking, dove gli incentivi sono di breve periodo. Una eccessiva rotazione può essere un segnale del fatto che la struttura non sia sufficientemente motivata in termini di prospettive di carriera o dal potenziale carried interest o, cosa ancora più grave, che i membri del team di gestione ritengano basse le probabilità che il carried interest possa essere economicamente interessante, segnale del fatto che valutano la performance attesa del fondo poco soddisfacente.



## 4. Condizioni economiche e aspetti legali

### 4.1 *Il regime commissionale e gli altri costi della gestione*

Una buona parte del regolamento dei fondi è dedicata a disciplinare il regime commissionale e gli altri costi legati alla gestione del fondo. Le principali variabili interessate sono le set-up fee, le commissioni di gestione, anche dette management fee, il carried interest o performance fee, i transaction cost, gli abort cost, le transaction fee, i compensi da partecipazione ai consigli di amministrazione delle società partecipate ed in generale tutti gli eventuali incassi da queste percepiti.

Le commissioni di gestione sono il primo aspetto da valutare, sia nel loro ammontare percentuale sia nella modalità di calcolo, soprattutto con riferimento al periodo successivo al termine del periodo di investimento. Nella generalità dei casi la commissione di gestione viene calcolata per il periodo di investimento, usualmente i primi 5 anni dalla partenza del fondo, come percentuale applicata al valore totale del commitment. Successivamente tale percentuale, che può anche essere differente da quella utilizzata durante il periodo di investimento, viene solitamente applicata non più sull'impegno sottoscritto dagli investitori, ma sul valore del fondo, normalmente il NAV, ovvero il Net Asset Value, generalmente rettificato.

Le rettifiche di regola si effettuano sottraendo dal NAV il valore delle plusvalenze non realizzate, per evitare che le partecipazioni siano artificialmente sopravvalutate per incrementare le commissioni di gestione, e l'eventuale liquidità presente nel fondo.

Per quanto riguarda il valore percentuale delle commissioni di gestione, normalmente si aggirano in un intorno del 2%, con valori

usualmente superiori per i fondi di minore dimensione ed inferiori per i fondi di maggiore dimensione.

Il dimensionamento della commissione di gestione dovrebbe essere tale da retribuire adeguatamente il team di gestione e la struttura operativa, senza generare per il gestore utili significativi in quanto il reale incentivo per il management dovrebbe essere rappresentato dalla commissione di performance, il così detto *carried interest*. Tale impostazione è senz'altro quella che meglio interpreta lo spirito originario del private equity e che taluni riconducono all'esperienza dei fondi commerciali gestiti dai banchieri fiorentini nel Rinascimento e altri interpretano come una trasposizione all'attività finanziaria della tradizione agricola della mezzadria.

In entrambi i casi il criterio guida è che il gestore copra i soli costi di gestione con le commissioni e realizzi il proprio profitto solo se e nella misura in cui gli investitori realizzano un guadagno.

Nella storia del private equity tale impostazione ha funzionato sino alla metà degli anni Ottanta, ovvero sino a quando la dimensione media dei fondi si è mantenuta tra i 100 e i 300 milioni di dollari. Dalla seconda metà degli anni Ottanta, sulla spinta delle dinamiche che avrebbero poi portato alla bolla della Net Economy, gli investitori hanno accettato che i gestori di maggior successo lanciassero fondi di dimensioni sempre più grandi, con eccessi che hanno superato i 10 miliardi di dollari. Alcune società di gestione hanno così continuato a richiedere commissioni del 2% che corrispondevano ad importi di centinaia di milioni di dollari, con una crescita ben più che proporzionale rispetto alla dimensione dei costi. Oggi è evidente ai più che tale errore di valutazione da parte degli investitori ha generato situazioni in cui i gestori hanno realizzato enormi profitti, già solo attraverso le commissioni di gestione, indipendentemente dalla performance del fondo, rompendo così il prezioso allineamento degli interessi di cui si è detto in precedenza.

Le commissioni di gestione sono attualmente in fase di ripensamento, così come accade nei momenti di maggiori difficoltà di fund raising, quando gli investitori hanno maggior potere negoziale.

Il dato sempre più evidente è che non si può valutare la percentuale delle commissioni di gestione in astratto, ma che la stessa deve essere dimensionata confrontando i ricavi del gestore con i suoi

costi, tenendo conto da un lato della dimensione del fondo che, insieme alla percentuale della commissione di gestione, determina il valore dei ricavi del gestore e, dall'altro, il dimensionamento della struttura del gestore e di conseguenza i suoi costi. Un investitore attento non dovrebbe mai prescindere da una analisi puntuale della struttura del conto economico del gestore, identificando il giusto punto di equilibrio tra ricavi e costi.

Il 2% di commissioni di gestione può essere elevato per un fondo da un miliardo di euro che investe in grandi operazioni e opera con un ristretto numero di professional, ma può essere insufficiente per un fondo di venture capital di 100 milioni di Euro che richiede un team di elevata qualificazione professionale e numeroso in termini di persone.

La discussione in corso tra gli operatori considera anche altri aspetti. Un tema spesso dibattuto al riguardo è se le commissioni di gestione debbano essere calcolate, anche per il periodo di investimento, in percentuale a quanto investito e non a quanto gestito, per evitare che nei primi anni l'incidenza delle commissioni sul valore del fondo sia eccessiva (il cosiddetto effetto di "J-curve"). Il rischio associato a quest'ultima impostazione è, però, che i gestori siano portati ad accelerare il processo di investimento, a discapito della qualità degli investimenti realizzati, per aumentare il valore delle commissioni di gestione.

Non crediamo sia possibile indicare qui una valutazione univoca, riteniamo invece che stia alla responsabilità e alla professionalità dell'investitore negoziare con il gestore un livello commissionale che tenga conto della dimensione e delle caratteristiche del fondo da un lato e della struttura dei costi del gestore dall'altro.

Il secondo elemento fondamentale del regime commissionale è rappresentato dal carried interest, già trattato nei precedenti paragrafi. Va aggiunto solo che il tema del carried interest è meno dibattuto, in quanto calcolato in ogni caso solo al raggiungimento di buone performance del fondo. Il tema è semmai la definizione dell'hurdle rate sopra il quale scatta il diritto a percepire le performance fee e le modalità di distribuzione delle stesse. Il livello dell'hurdle rate dipende dalle condizioni dei mercati finanziari al momento della raccolta del fondo. L'hurdle rate, infatti, tende ad

operare come benchmark ovvero il rendimento minimo che l'investitore avrebbe potuto ottenere se avesse investito in strumenti finanziari a più basso rischio quali, ad esempio, i titoli di Stato. Tuttavia, in tempi di continua evoluzione della congiuntura, è possibile che un hurdle rate accettabile alla data di lancio di un fondo si riveli inadeguato sette, otto anni dopo. Se l'hurdle rate risultasse troppo basso, gli investitori si troverebbero a riconoscere una performance fee a fronte di un risultato percepito come inadeguato ancorché positivo. Al contrario se l'hurdle rate divenisse troppo elevato, il team potrebbe trovarsi nell'impossibilità di ottenere un carried interest e perdere interesse alla massimizzazione del rendimento del fondo. Una soluzione a questi possibili paradossi, sempre più probabili nell'instabilità che caratterizza i mercati oggi, potrebbe essere la definizione flessibile dell'hurdle rate calcolato come media di indicatori di rendimento variabili, quali i rendimenti dei titoli di Stato a un anno o altri indicatori simili. Ancora una volta è difficile proporre soluzioni standard e bisogna richiamare l'attenzione sulla finalità dello strumento: un mezzo per incentivare il gestore non solo ad ottenere un capital gain, ma ad ottenerlo in una misura tale che il rendimento per l'investitore, al netto della performance fee, sia remunerativo del rischio specifico di un investimento di lungo termine e scarsamente liquido.

Tema invece decisamente più dibattuto e talvolta oggetto di negoziazione in fase di due diligence, è quello del trattamento di tutte le altre spese di competenza del fondo oltre alle commissioni di gestione e di performance nonché degli eventuali altri ricavi a favore della società di gestione.

Gli altri costi che possono gravare direttamente sul fondo sono le set-up fee, i costi legati agli investimenti e gli abort cost.

Le set up fee sono richieste dal gestore del fondo come contributo una tantum, calcolato in maniera forfetaria, normalmente con un cap definito, a rimborso delle spese sostenute per il lancio e talvolta la promozione del fondo, quali ad esempio i costi legali e fiscali, sopportati per la preparazione della documentazione e per l'avvio formale del fondo. In alcuni fondi è previsto che le set-up fee, o formation fee, siano negoziabili in funzione della dimensione dell'investimento di ogni sottoscrittore o in maniera del tutto di-

screzionale. Un elemento spesso trascurato è, ancora una volta, la dimensione del fondo. La stessa percentuale può essere eccessiva o inadeguata in funzione della base di calcolo. Una commissione dell'1% su un fondo da un miliardo di euro è sicuramente un valore assoluto decisamente difficile da qualificare come rimborso di costi organizzativi del fondo. Diversa è la valutazione per un fondo di piccole dimensioni, al di sotto dei 100 milioni di euro. Anche qui la soluzione va cercata in modo pragmatico, nel rispetto della funzione propria di questa componente di costo.

Spesso è previsto che le set up fee non vengano ricomprese all'interno dell'importo sottoscritto dagli investitori e pertanto non rientrino tra i costi del fondo, ma siano da corrispondersi separatamente dai versamenti a favore del fondo. Questa soluzione consente da un lato di gestire in modo flessibile il caricamento della commissione che potrà essere fatta pagare in misura ridotta agli investitori di maggiore dimensione, ovvero azzerata per gli impegni importanti, superiori al 10% della capitalizzazione complessiva del fondo.

Una soluzione più rara, ma che ha dei vantaggi evidenti, è quella di porre a carico del fondo un importo fisso dichiarato all'avvio della raccolta: maggiore sarà la dimensione del fondo, minore sarà l'incidenza percentuale delle set up fee.

Altri costi che normalmente gravano interamente sul fondo sono quelli direttamente legati alla fase di investimento, quali i costi di due diligence, quelli legali, notarili e di investment banking, quelli imputabili ad adempimenti formali e normativi. Più discutibile invece è se, nel corso della gestione dell'investimento, si possano far gravare sul fondo costi addizionali non riconducibili ad uno specifico investimento, quali, ad esempio, le spese per consulenze legali, fiscali o di altro tipo o se queste debbano essere ricomprese nell'attività di gestione e quindi assorbite dalle management fee. Questa è certamente un'area negoziale aperta su cui l'investitore può confrontarsi con il gestore.

Gli abort cost sono invece i costi sostenuti dalla società di gestione per le attività di investimento sopra descritte, relativi ad operazioni che non si sono poi perfezionate, per qualsivoglia motivo. In tali casi risulta più controverso definire se tali costi debbano gravare sul fondo o sulla società di gestione. Nel primo caso si andrebbe a

ridurre la motivazione per i gestori ad essere oculati nella gestione dei costi in fase di ricerca e strutturazione degli investimenti, nel secondo invece si potrebbe aumentare il rischio che il gestore lesini sulla qualità e sul livello di approfondimento della due diligence per ridurre l'esposizione a tali costi nel caso in cui l'investimento non si concretizzasse.

Pertanto non vi è ancora una prassi consolidata sul come trattare tali costi e la soluzione è quindi il risultato della negoziazione di ogni specifico fondo, anche in considerazione delle caratteristiche peculiari e dalla dimensione dello stesso.

Ricordiamo di seguito alcune delle soluzioni possibili:

- interamente a carico del fondo (prevalente nei fondi di venture capital e di piccole dimensioni);
- interamente a carico della società di gestione (tipica dei fondi di grandi dimensioni);
- ripartizione secondo percentuali predefinite tra società di gestione e fondo (a volte con un tetto massimo per la parte a carico della società di gestione);
- a carico della società di gestione, ma compensabili con i ricavi accessori che la società di gestione può ottenere dal processo d'investimento o di disinvestimento (transaction fee, di cui diremo sotto).

Nel mondo anglosassone è abbastanza comune il fenomeno delle transaction fee, ovvero commissioni calcolate solitamente in percentuale del valore dell'investimento al lordo del debito, che il gestore percepisce per ogni operazione di investimento o di disinvestimento. Si tratta di vere e proprie fee di intermediazione che vengono pagate solitamente dalle società partecipate dal fondo e pertanto finiscono per incidere, senza un giustificato motivo, sulla performance del fondo stesso. In Italia è possibile trovare delle soluzioni che avvantaggino sia il gestore sia l'investitore.

Spesso un fondo di private equity non è mai unico investitore in un deal, ma si accompagna ad altri soggetti che possono essere investitori finanziari o industriali. In questi casi l'applicazione di una transaction fee solitamente a carico dell'azienda target pesa indirettamente pro quota sul fondo e sugli altri co-investitori.

Alcuni fondi prevedono espressamente nei loro regolamenti che la

quota parte delle transaction fee afferente ai co-investitori sia attribuita al gestore, mentre la quota parte afferente al fondo sia portata in detrazione delle management fee, neutralizzandone così l'effetto sugli investitori.

Anche su questo tema non riteniamo sia possibile indicare una best practice, ma è importante sottolineare che il dato rilevante da preservare è la trasparenza del processo, ovvero che ogni eventuale costo a carico direttamente o indirettamente del fondo (degli investitori) debba essere dichiarato ex ante ed opportunamente evidenziato nei rendiconti periodici relativi all'attività del fondo.

## **4.2 Gli organi del fondo**

Un'altra parte significativa dei regolamenti dei fondi è volta a disciplinare gli organi del fondo ed i relativi poteri. La governance dei fondi può essere molto diversa a seconda della struttura giuridica del fondo stesso, di seguito esamineremo la realtà dei fondi chiusi di diritto italiano.

Gli organi che sono normalmente citati nei regolamenti sono il Consiglio di Amministrazione della SGR, il Comitato Investimenti, il Comitato di Controllo, l'Assemblea degli Investitori. In alcuni fondi possono poi essere previsti comitati scientifici o industriali, ovvero altri organi consultivi.

Il Consiglio di Amministrazione è l'organo al quale spettano le decisioni fondamentali di gestione, decisioni che normalmente non possono venire delegate ad altri organi. Normalmente dovrebbe essere composto dai key men del team di gestione e da uno o più membri indipendenti.

Il Comitato Investimenti a volte è presente come organo della SGR che, quindi, valuta le operazioni d'investimento di alcuni o di tutti i fondi gestiti dalla SGR.

Nella realtà italiana, in cui sono prevalenti operatori con uno o due fondi in gestione, solitamente il Comitato Investimenti è un organo del fondo, la cui composizione è definita nel regolamento e che risulta composto da membri del team e da membri esterni. Tali comitati possono avere solo un ruolo consultivo a supporto del Consiglio

di Amministrazione.

Il Comitato di Controllo è un organo del fondo, usualmente composto da rappresentanti degli investitori, ha il compito di vigilare sulla corretta gestione ai sensi del regolamento, nonché di intervenire nei casi di conflitto di interesse e su questioni che riguardano momenti particolari della vita della management company (key man clauses, situazioni di conflitti di interesse, sostituzione della società di gestione, etc.). In alcuni fondi sono poi previsti dei comitati indicati con il termine Advisory Board che possono combinare le funzioni del Comitato Investimenti e del Comitato di Controllo prima descritti. Tali soluzioni miste non sono conformi alla normativa vigente e rischiano di creare situazioni censurabili dall'Autorità di Vigilanza.

L'Assemblea degli Investitori è un organo del fondo divenuto recentemente obbligatorio. Alla stessa sono conferiti compiti specifici definiti dalla normativa e dai regolamenti dei fondi. In particolare l'Assemblea degli Investitori delibera in merito alle modifiche al regolamento, alla sostituzione della società di gestione, alla messa in liquidazione del fondo e ad altre materie che possono essere attribuite dal regolamento del fondo.

I Comitati Scientifici o Industriali sono ulteriori organi dei fondi che operano a supporto del team di gestione, senza alcun potere deliberativo, esprimendo pareri non vincolanti sull'attività di valutazione degli investimenti e/o di gestione degli stessi.

Dal punto di vista dell'investitore, è importante capire se gli organi consultivi siano realmente di supporto alla gestione del fondo. C'è infatti il rischio che essi si riducano a semplici strumenti di marketing che fanno leva sulla presenza di nomi conosciuti, senza però apportare un reale contributo alla gestione.

La governance delle SGR di diritto italiano e delle attività di gestione di fondi di private equity è in una fase evolutiva i cui risultati sono difficili da prevedere. La normativa europea sembra evolvere in una direzione che privilegia una articolazione/differenziazione dei tre ruoli fondamentali di azionista, amministratore (membro del Consiglio di Amministrazione) e gestore del fondo, con l'obiettivo di attivare un confronto dialettico tra i diversi interessi di cui tali ruoli sono potenzialmente portatori. Tale visione, assolutamente



appropriata per la gestione del pubblico risparmio nel caso di un investitore retail, risulta di difficile applicazione all'attività di investimento tipica del private equity, ma più in generale alle attività d'investimento in asset non quotati su mercati regolamentati svolta in favore degli investitori istituzionali. Nella tradizione e nello spirito del private equity l'elemento costituente della governance del fondo è il rapporto fiduciario che si instaura tra il Limited Partner (l'investitore) e il General Partner (il gestore). Non a caso la forma giuridica prevalente nel mondo per la gestione di fondi di private equity è la Limited Partnership (società in accomandita semplice) assistita da una Banca Depositaria con funzioni di controllo e di tutela degli investitori. Nella Limited Partnership i tre ruoli di azionista, amministratore e gestore del fondo coincidono per sottolineare con più forza il carattere personale e fiduciario del rapporto. Quasi sempre i contratti che regolano il funzionamento dei fondi internazionali (Partnership Agreement) prevedono espressamente l'identificazione dei key men, ovvero dei gestori chiave che devono essere anche partner del General Partner e responsabili di tutte le decisioni d'investimento. I fondi gestiti da Limited Partnership hanno solitamente una governance molto semplice con il General Partner responsabile di tutte le decisioni di investimento e un Advisory Board, composto dai principali investitori, con limitate funzioni di controllo. Un ruolo importante è giocato dalla Banca Depositaria che vigila sulla movimentazione del capitale del fondo.

L'attività d'investimento in private equity è svolta anche attraverso altre tipologie di veicoli, ove spesso la scelta del veicolo è influenzata più da obiettivi di ottimizzazione fiscale che da esigenze di natura legale.

Relativamente diffusa la forma della holding di partecipazione con due classi di azioni: una classe assegnata/sottoscritta dai manager/gestori che ha i principali diritti di governance (nomina del Consiglio di Amministrazione) ed una seconda classe di azioni sottoscritta dagli investitori con diritti prevalentemente patrimoniali. Tali strutture tendono a manifestare delle complessità che è bene esaminare con un adeguato supporto legale.

Un altro modello che sembra godere di un crescente interesse da parte degli operatori è l'organizzazione di un fondo presso piatta-

forme gestite da grandi società di matrice bancaria, con il team organizzato in forma di società di advisory. Tale modello separa nettamente la gestione e il controllo formale dello strumento fondo dalle scelte d'investimento e dalle attività di gestione del portafoglio.

Provando a trarre una conclusione possiamo dire che l'investitore nel valutare un fondo di private equity non potrà prescindere da un esame attento della struttura giuridica in cui il fondo è organizzato, esame che dovrà tenere conto del complessivo bilanciamento delle esigenze di controllo sull'attività del gestore e delle esigenze di efficacia/efficienza dell'attività d'investimento.

### **4.3. Il reporting**

La qualità del reporting è un elemento di giudizio importante nella scelta di un fondo di private equity.

Per i fondi di diritto italiano la normativa prevede un contenuto minimo ed una periodicità minima.

Partendo dalla periodicità si evidenzia come un fondo di private equity investa in società manifatturiere o di servizi, non quotate, spesso poco strutturate, che hanno un momento obbligato di rendicontazione costituito dal bilancio annuale, ma che talvolta non sono abituate a produrre report economici e finanziari completi nel corso dell'anno. La realtà può essere un po' diversa nelle aziende di grandi dimensioni, ma anche per esse non è normale produrre per gli azionisti informativa strutturata infrannuale. Queste considerazioni spiegano perché la gran parte dei fondi di private equity rediga un rendiconto annuale al 31 dicembre ed un rendiconto semestrale al 30 giugno.

I tempi previsti dalla normativa vigente per la redazione dei rendiconti è tale da non consentire nel rendiconto annuale di utilizzare i dati di bilancio delle partecipate, che sono solitamente approvati in aprile, per cui è normale che la rendicontazione annuale dei fondi di private equity sconti l'impiego di dati provvisori, che potranno essere confermati poi nel rendiconto semestrale.

A tale complessità di natura tecnica, il gestore può ovviare at-

traverso l'impiego dei dati cosiddetti gestionali che comprendono pre-consuntivi e budget. Per cui l'informativa su base semestrale circa lo stato e l'andamento delle società in portafoglio può essere sufficientemente accurata e adeguata alle attività di valutazione di cui diremo più avanti. Molto più difficile da soddisfare sarebbe l'esigenza di una informativa trimestrale, quale quella richiesta per le società quotate. Solo grandi aziende molto strutturate sono in grado di gestire una rendicontazione contabile completa ed accurata su base trimestrale, ma a nostro avviso il contributo di una informativa trimestrale rimane dubbio: un trimestre è un intervallo temporale troppo breve per la vita di una società.

Sul contenuto che l'informativa del fondo dovrebbe contenere in relazione alle singole società in portafoglio, vi sono posizioni molto diverse e non è facile indicare una best practice. Alcuni gestori enfatizzano il carattere riservato di molte informazioni commerciali e, per non nuocere alle società investite, preferiscono limitare l'informativa a brevi cenni descrittivi sui principali trend con l'aggiunta di dati limitati al fatturato e al suo andamento rispetto al budget. Altri operatori, invece, tendono ad essere più generosi, dando informazioni sui budget e sulle principali scelte gestionali.

I prospetti obbligatori per i fondi di diritto italiano prevedono la pubblicazione dei dati di bilancio, ma per le ragioni che dicevamo sopra, l'investitore ha modo di leggere il bilancio di una partecipata nel rendiconto semestrale, che solitamente è inviato all'inizio delle vacanze estive.

Nel valutare la proposta di un gestore in relazione all'informativa sulle partecipate crediamo sia importante verificare la volontà/capacità del gestore di fornire in modo coerente nel tempo:

- una sintesi dei principali indicatori patrimoniali ed economici, selezionati sulla base delle caratteristiche specifiche della società e dei suoi business;
- un confronto consistente nel tempo tra dati previsionali e dati consuntivi;
- una sintesi delle principali scelte strategiche descritte in relazioni alle condizioni del mercato di riferimento;
- un confronto tra la società partecipata e i suoi principali concorrenti;

- una informativa completa sulla situazione finanziaria a breve e medio termine.

Passando ora alle informazioni di carattere generale, i punti fondamentali che dovrebbero trovare adeguata trattazione nel rendiconto periodico di un fondo di private equity sono:

- i criteri di valutazione applicati per la determinazione del valore del fondo;
- la struttura delle operazioni d’investimento: aspetti societari, finanziamento, costi di due diligence e legali, provenienza del deal e commissioni pagate a terzi, composizione e remunerazione degli organi sociali;
- eventuali situazioni implicanti potenziali conflitti d’interesse;
- valutazione dinamica dei profili di rischio delle operazioni in portafoglio;
- rispetto dei limiti regolamentari in tema di concentrazione dei rischi;
- attività nel periodo degli organi previsti dal regolamento del fondo;
- modifiche normative e regolamentari di interesse per la gestione del fondo o per la società di gestione;
- modifiche intervenute nella composizione del team di gestione.

Vorremmo ora segnalare alcuni elementi informativi che non sono abituali, ma che crediamo debbano essere sempre più considerati e inseriti all’interno della reportistica. Sono disponibili ormai numerosi e qualificati studi, anche di buon livello scientifico, che dimostrano i benefici generati dall’attività del private equity al contesto competitivo e lo stimolo alla crescita economica. Raramente però i singoli operatori mettono in evidenza elementi quali la crescita o creazione di occupazione nelle aziende partecipate, il finanziamento dello sviluppo tecnologico, gli interventi a favore dell’ambiente, gli interventi a favore della sicurezza sul lavoro e lo sviluppo internazionale.

Concludiamo questo paragrafo sul reporting con l’elemento centrale della rendicontazione, ovvero la valorizzazione della quota del fondo.

Per quanto riguarda i fondi di diritto italiano la normativa detta pre-

cisi criteri di valutazione delle partecipazioni, inoltre ciascuna SGR deve darsi delle policy cosiddette di pricing che vanno poi condivise con la Banca Depositaria in modo tale che la stessa possa verificarne il rispetto e, quindi, validare la valutazione del Net Asset Value prodotta dal gestore.

L'impostazione nazionale è molto prudente e la normativa è tale da scoraggiare ogni tentativo di valutazione a valore di mercato, pertanto non è insolito che un gestore italiano oltre a fornire la valutazione standard e ufficiale, fornisca in appendice al rendiconto o in una nota separata una valutazione a Fair Market Value. Questo contesto genera talvolta situazioni paradossali, ad esempio nel caso delle operazioni di leveraged buy out, in cui la dinamica dell'ammortamento degli avviamenti generati dalla fusione che tipicamente è all'origine di ogni LBO, genera una perdita che erode il patrimonio netto. Il gestore potrebbe così essere costretto a svalutare la partecipazione anche se l'azienda cresce ed incrementa il suo valore di mercato effettivo.

I fondi internazionali fanno riferimento soprattutto a criteri di valutazione a Fair Market Value che se da un lato possono dare una rappresentazione più realistica del portafoglio, dall'altro presentano il rischio di forzature possibili da parte del gestore.

Ancora una volta nel confronto tra regola e prassi si misura il gap tipico di ogni attività di private equity: il vero valore emerge solo al momento della transazione, quando si firmano i contratti e si pagano i prezzi. Sino a quel momento ogni valutazione è una esercitazione, più o meno rigorosa, ma pur sempre una stima teorica. Sotto questo profilo la valutazione del gestore dovrà concentrarsi sulla solidità del suo sistema amministrativo, sulla bontà delle sue procedure e policy e sulla qualità della Banca Depositaria.

#### ***4.4. Il ruolo dei key men***

Il private equity tra le diverse asset class è quella che maggiormente ha enfatizzato il ruolo e la rilevanza dei gestori. L'investitore in un fondo di private equity fonda una parte essenziale della propria decisione di investimento sui cosiddetti key men, ovvero sulle per-

sone chiave all'interno del team di gestione. Nell'esperienza anglosassone sono numerosissime le società di gestione la cui ragione sociale coincide con il nome del partner fondatore, a sottolineare il legame profondo che c'è tra il prodotto finanziario e il gestore.

Anche nei prospetti dei fondi aperti che investono sui mercati regolamentati è solitamente indicato il nome del gestore, ma lo stesso può essere cambiato dalla società di gestione senza particolari conseguenze.

Nel private equity i nomi dei gestori sono quasi sempre parte dell'accordo contrattuale che lega i sottoscrittori ed anche quasi tutti i regolamenti degli OICR gestiti dalle SGR italiane contengono ormai una o più clausole relative ai cosiddetti key men.

Le clausole contrattuali o regolamentari sui key men definiscono le conseguenze della eventuale fuoriuscita dal team di gestione di uno o più dei key men. La vita media di un fondo di private equity è usualmente superiore a dieci anni e non si può, quindi, escludere che qualcuno del gruppo iniziale di gestori del fondo si ritiri dalla gestione.

Dal punto di vista dell'investitore la situazione maggiormente critica è quella in cui la maggioranza dei key men abbandoni la gestione del fondo mentre lo stesso è ancora in fase d'investimento. In questo caso si tende normalmente a prevedere una clausola di salvaguardia così strutturata:

- a) la società di gestione propone agli investitori nuovi gestori e
- b) se gli investitori approvano, solitamente con maggioranze rafforzate, il fondo prosegue l'attività d'investimento;
- c) se gli investitori, al contrario, non approvano il fondo può essere messo in liquidazione anticipata ovvero può essere bloccata l'attività d'investimento.

Nel valutare l'adeguatezza delle clausole che regolano la gestione dei key men occorre tenere conto di alcuni aspetti apparentemente secondari, ma di grande impatto sul piano pratico:

- a) i tempi di esecuzione delle diverse attività devono essere rapidissimi: la società di gestione deve informare gli investitori immediatamente e convocare l'assemblea per la valutazione dei nuovi gestori nell'arco di poche settimane;
- b) lo schema di attribuzione del carried interest deve essere

tale per cui ogni key man in uscita lasci una parte del proprio carry al gestore, in caso contrario non vi sarà un adeguato incentivo per i nuovi membri del team di gestione che sostituiscano quelli in uscita;

- c) nel caso di non gradimento dei nuovi gestori, deve essere possibile sia il trasferimento del fondo ad un diverso gestore, sia la possibilità di liquidare in natura gli investimenti ai sottoscrittori.

#### **4.5. La gestione delle situazioni critiche**

L'investimento in un fondo chiuso di private equity è un impegno di medio lungo termine, pertanto è possibile che emergano situazioni critiche; di seguito cercheremo di illustrare le più importanti in termini d'impatto sugli interessi degli investitori.

Un problema abbastanza comune si pone quando il processo di raccolta delle sottoscrizioni di un nuovo fondo si protrae per un periodo eccessivo, ovvero oltre i 12 mesi. Può infatti accadere che gli ultimi investitori sottoscrivano le quote ad attività d'investimento già avviata e, quindi, possano assumere la loro decisione con un minor livello di rischio rispetto agli investitori che hanno aderito nei primi mesi di fund raising. In questi casi è importante assicurarsi che: a) tutti gli investitori, a prescindere dalla data di adesione, sopportino gli stessi costi; b) che gli ultimi arrivati riconoscano al fondo, e quindi ai precedenti investitori, un sovrapprezzo in termini di equalizzazione finanziaria, per esempio un interesse calcolato ad un tasso che non dovrebbe essere inferiore allo hurdle rate del fondo.

Una seconda criticità è costituita dall'evenienza che uno o più sottoscrittori si rendano inadempienti rispetto ai richiami. Ciò può accadere per diversi motivi che vanno dall'insoddisfazione dell'investitore circa l'andamento del fondo, all'emergere di difficoltà finanziarie proprie dell'investitore. L'impatto di un default da parte di uno o più investitori è direttamente proporzionale al valore del capitale richiamato e non versato rispetto al totale degli impegni. Un default pari o superiore al 20% del capitale sottoscritto è sicuramente problematico da gestire. Un default al termine del periodo

d'investimento è meno grave di un default in piena fase d'investimento. La modalità più diffusa, sia in Italia che all'estero, per tutelare l'interesse del fondo e della società di gestione in situazione di default parziale, è la possibilità per il fondo di annullare l'intera partecipazione dell'investitore inadempiente e acquisire quanto già versato al fondo e, quindi, agli altri investitori. Tale misura se applicata nella fase iniziale della vita di un fondo ha una sua ragionevolezza, ma è difficile considerare tale misura equa nel caso in cui un investitore che avesse onorato per esempio il 90% del suo impegno iniziale dovesse perdere tutto per una sopravvenuta incapacità a versare l'ultimo 10%. Non vi sono molte esperienze concrete sul tema, ma sotto il profilo giuridico è evidente che deve esserci un rapporto di proporzionalità tra il danno potenziale e il rimedio richiesto. Molti legali ritengono che clausole troppo penalizzanti sarebbero difficili da applicare e rischierebbero di essere invalidate in giudizio con ulteriori e gravi incertezze per la gestione del fondo. Una gestione più equilibrata del problema è quella di procedere ad un annullamento parziale delle quote del sottoscrittore inadempiente, in misura pari o di poco superiore alla percentuale del capitale non versato rispetto al capitale sottoscritto.

La terza situazione patologica che conviene considerare nella valutazione di un fondo di private equity è il cambiamento della società di gestione. Nella gran parte delle strutture giuridiche diverse dallo OICR di diritto italiano, il cambiamento del gestore è un'operazione molto complessa, a volte talmente complessa da risultare impossibile. Nel caso dei fondi chiusi di diritto italiano, l'operazione di modifica della SGR è divenuta sin troppo semplice. Il Regolamento può anche prevedere la procedura di modifica con la sola delibera a maggioranza semplice dell'Assemblea dei Sottoscrittori. In realtà la modifica del gestore è sempre una decisione grave e rischiosa. È, quindi, ragionevole che i regolamenti prevedano degli accorgimenti che inducano la necessaria riflessione tra gli investitori: maggioranza qualificata, doppia votazione, identificazione di una "giusta causa" in assenza della quale la modifica preveda una qualche forma d'indennizzo per la società di gestione. Un elemento molto importante e spesso trascurato è quello del carried interest. Chi percepirà il carry in caso di cambiamento del gestore? Il vecchio



team interamente o il nuovo team? Non vi sono soluzioni standard, ma il buon senso suggerisce che una parte del carry debba in qualche modo essere reso disponibile per il nuovo team, per cui è importante che il regolamento preveda espressamente la modalità di ripartizione. Se il carry è attribuito attraverso quote speciali del fondo, il regolamento dovrebbe prevedere la possibilità per il nuovo gestore di poter trasformare una parte delle quote speciali in quote ordinarie, giacché non è agevole, soprattutto in caso di contenzioso tra sottoscrittori e vecchio gestore, ottenere la cessione di quote dal vecchio al nuovo team. Sul piano tecnico vi sono diverse soluzioni possibili, compete all'investitore esaminare e valutare la soluzione prevista dal regolamento.

Per chiudere il tema delle situazioni critiche va considerata la modalità di gestione dei potenziali contenziosi. Se si sta considerando un investimento in un veicolo estero va tenuto presente che ogni potenziale contenzioso tra gestore ed investitore, se demandato a un tribunale estero, comporterà difficoltà e costi significativi. Se invece si sta considerando un fondo italiano è da preferire il rinvio ad un giudizio arbitrale che ha tempi tecnici ben definiti e non superiori a 4-6 mesi; il ricorso al tribunale potrebbe comportare tempi incompatibili con l'operatività e la durata di un fondo.



## Gli Autori

**Giuseppe Campanella** è Amministratore Delegato di Futura Invest S.p.A. e Presidente di Efedue S.p.A., società che detengono il 100% del capitale di Fondamenta SGR.

Dall'ottobre del 2000 si è dedicato alla creazione e alla gestione di Fondamenta UNO, il primo fondo di fondi italiano. Nel corso degli ultimi 10 anni, ha portato la Società alla costituzione di 15 diversi fondi (clean technologies, immobiliare, trasferimento tecnologico, NPL e microfinanza). La Società gestisce ad oggi una massa di circa 900 milioni di euro di capitali prevalentemente istituzionali. Ha selezionato circa 40 team (private equity, microfinanza e immobiliare) e valutato oltre 300 fondi.

Laurea in Discipline Economiche e Sociali in Bocconi, ha conseguito un master in studi giapponesi a Tokio. Il suo curriculum comprende oltre 18 anni di esperienza come Amministratore Delegato di PMI italiane. È membro di numerosi advisory board di primari fondi italiani di private equity e consigliere di amministrazione di diverse società industriali e di servizi.

**Walter Ricciotti** è Socio ed Amministratore Delegato di Quadrivio SGR, società di gestione di fondi di private equity che investono in PMI italiane di successo. La SGR gestisce ad oggi circa 250 milioni di euro di capitali raccolti presso banche, assicurazioni, fondi governativi, fondi di fondi, casse previdenziali e fondi pensione, investitori privati e family office, sia italiani che esteri. In qualità di gestore di fondi, è stato oggetto di due diligence da parte di vari investitori istituzionali.

Nel settore del private equity da oltre 12 anni, ha gestito numerose acquisizioni, dismissioni, quotazioni di aziende, ed in molte delle società partecipate ha avuto un ruolo di consigliere di amministrazione.

Precedentemente ha lavorato come Brand Manager in Procter&Gamble e come Project Leader in The Boston Consulting Group.

La sua formazione comprende la laurea in Economia e Commercio presso l'Università degli studi di Torino ed un General Management Program presso l'ESCP-EAP.









AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, è stata istituita nel maggio 1986 con la finalità di promuovere, sviluppare e rappresentare, istituzionalmente, l'attività di private equity e venture capital in Italia.

AIFI è costituita da istituzioni finanziarie che, stabilmente e professionalmente, effettuano investimenti nel capitale di rischio attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate, con un attivo coinvolgimento nello sviluppo delle aziende partecipate.

## **AIFI**

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano

Tel. +39 02 7607531 - Fax +39 02 76398044

[www.aifi.it](http://www.aifi.it)   [eventi.formazione@aifi.it](mailto:eventi.formazione@aifi.it)