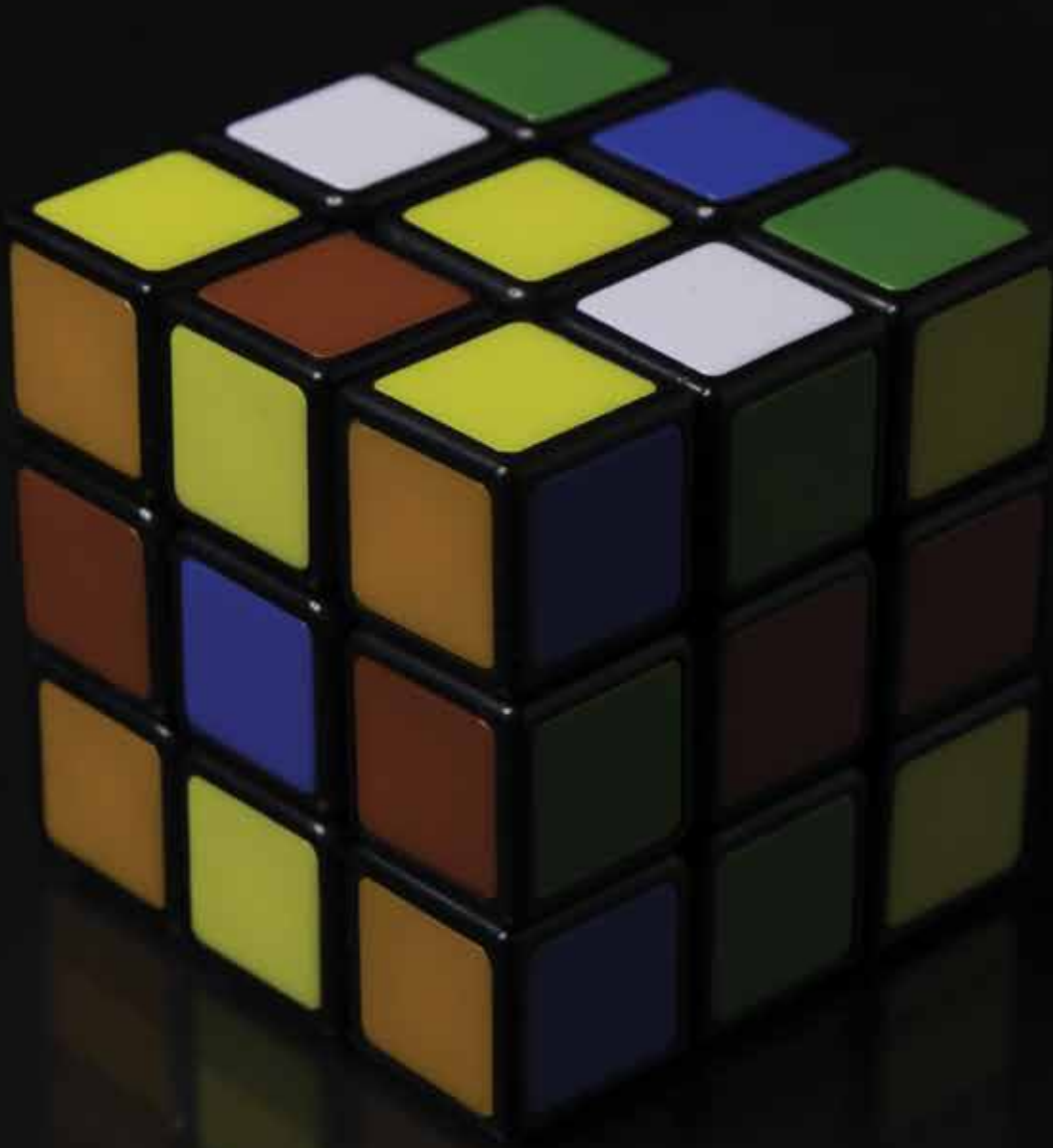




**ASIDE
DRISK**

Maggio
Giugno

n.4
2016



Risk management e finanza straordinaria

Bimestrale di informazione e cultura su temi di Risk Management

Sommario

03

RISK MANAGEMENT E FINANZA STRAORDINARIA

Il perimetro della tematica e l'evoluzione del concetto di risk management verso nuove aree di rischio, rispetto alle quali il mercato assicurativo si attrezza per fornire soluzioni

08

MERGER AND ACQUISITION E RISCHI DI COMPLIANCE

L'osservazione del giurista d'impresa sulla possibilità di coniugare una rigorosa compliance aziendale con la volontà imprenditoriale di crescere anche attraverso operazioni di finanza straordinaria

04

IMPIEGO DI CAPITALE ASSICURATIVO A BENEFICIO DI OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY

I trend del mercato M&A in Italia: analisi della tipologia di operazioni e delle criticità connesse rispetto alle quali gli strumenti assicurativi dedicati possono avere un ruolo determinante

10

LA DUE DILIGENCE PRELIMINARE VISTA DAI DIVERSI PUNTI DI OSSERVAZIONE

Pragmatici consigli per condurre un'operazione efficace a seconda dei ruoli svolti e degli interessi rappresentati



Bimestrale
di informazione e cultura
sul Risk Management

Numero 4
maggio_giugno 2016

Direttore Responsabile:
Giovanni Favero
giovanni.favero@accapierre.it

Foto di copertina:
Luca Rossin
luca.rossin@accapierre.it

Redattore:
Roberto Berva
roberto.berva@accapierre.it

Grafica:
Liliana Seghizzi

**Si ringraziano per la collaborazione
e i dati forniti:**

Luigi Biasco
Simone Frascini - Accenture
Paolo Mario Giacometti - EGC
AIFI - Associazione Italiana
del Private Equity, Venture Capital e
Private Debt

Editore:
Accapierre S.r.l.
viale Sarca 336f - 20126 Milano (MI)
t 02 39541279
www.accapierre.it
upsiderisk@accapierre.it

Registrazione al Tribunale di
Milano N. 273 del 23/9/2015

Giovanni Favero

si occupa di formazione e consulenza
nell'ambito del risk management.
Giornalista pubblicista da oltre vent'anni,
è il direttore responsabile di Upside Risk.

giovanni.favero@accapierre.it



Risk management e finanza straordinaria

Iniziai a occuparmi di risk management e assicurazioni nella metà degli anni ottanta, all'epoca i due processi erano rigorosamente sinergici, con evidenti comuni denominatori: ci si occupava esclusivamente di rischi puri (quelli da cui possono derivare solo perdite economicamente quantificabili) e i rischi erano catalogati in funzione delle successive soluzioni di trasferimento assicurativo che il mercato assicurativo era disposto a prestare.

La massima attenzione era posta agli asset fisici (fabbricati, impianti, macchinari...) e i concetti più sofisticati potevano riguardare al massimo la *business interruption* e le varie forme di *liabilities*.

I report di analisi di rischio erano tutti molto simili e spesso finivano con schede che rimandavano a garanzie assicurative suggeribili.

Insomma, le soluzioni assicurative percorribili guidavano le analisi di rischio degli operatori.

Nei decenni a seguire la situazione è mutata: nuovi rischi connessi a *intagibile asset* si sono evidenziati nei cicli economici delle aziende (*cyber risks*, *reputation*, forme di *liabilities* connesse alla *governance*) e il risk management ha assunto una diversa leadership culturale evidenziando aree di criticità rispetto alle quali il mercato assicurativo si è sforzato di fornire nuove risposte.

Il tema di cui ci occupiamo nel presente numero di UPSIDE RISK si riferisce precisamente a una moderna forma di analisi del rischio, applicabile a un delicato e decisivo momento della vita delle aziende, al contesto delle *merger&acquisition*, ovvero, la mappatura di tutte le possibili criticità che possano influire sui flussi d'investimento e sul valore del capitale economico di un'impresa nel momento strategico di una acquisizione, di una fusione o di una incorporazione.

Ciò che si definisce un'operazione di finanza straordinaria rispetto alla quale vanno identificati gli aspetti aleatori che possono deprimere o condizionare negativamente la transazione, tanto nella visione dell'acquirente, quanto in quella del venditore.

Si tratta di un risk assessment complesso con implicazioni industriali, finanziarie, giuridiche o fiscali.

Nella nostra analisi cercheremo di dimensionare il fenomeno di tali operazioni in Italia, di comprendere il metodo con cui i rischi sono analizzati e mappati e le interazioni con mercati assicurativi internazionali, sofisticati e pronti a fornire soluzioni per il trasferimento finanziario di alcune tipologie di rischio che emergono come criticità in fase di *due diligence*.

Giovanni Favero

Luigi Biasco

laureato in economia aziendale e specializzato in finanza aziendale presso l'università Bocconi di Milano.

Da oltre vent'anni opera nel settore dell'intermediazione assicurativa in aziende nazionali e multinazionali, si occupa di gestione di rischi d'impresa.

Ha partecipato a rilevanti operazioni di finanza straordinaria, sia in veste di advisor sia in qualità di responsabile dello sviluppo strategico internazionale.

luigi.biasco@agierresrl.it



Il Risk Management e impiego di capitale assicurativo a beneficio di operazioni di private equity

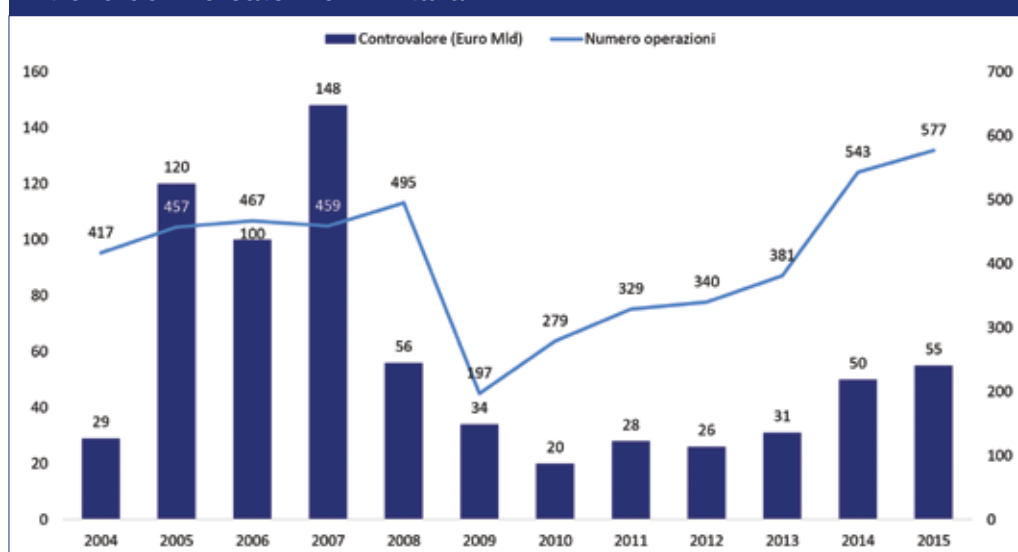
Il perimetro delle operazioni di M&A in Italia e nel mondo e l'opportunità assicurativa sottesa

Negli ultimi 10 anni il nostro Paese ha rappresentato, pur con alterne velocità, un terreno di grande interesse per le operazioni di finanza straordinaria. Nel 2004 il mercato M&A in Italia ha chiuso 417 operazioni corrispondenti a un controvalore complessivo di 29 miliardi di Euro. Nel 2015 i *deal* portati a segno sono stati complessivamente 577, a fronte di un controvalore complessivo di 55 miliardi di Euro¹. Oltre alla prospettiva certamente incoraggiante sotto il profilo quantitativo, merita qualche riflessione aggiuntiva la composizione dell'evoluzione positiva registrata negli anni dalle operazioni sul capitale di rischio delle società italiane. Sicuramente le dinamiche che hanno guidato il modello di approccio all'attività di M&A nel nostro Paese, e non soltanto, sono anch'esse mutate nel tempo, registrando variazioni nella natura stessa delle operazioni (operazioni di taglio industriale, operazioni di taglio finanziario), nelle dimensioni medie dei *deal*, nelle diverse tipologie di investimenti e nei diversi processi di negoziazione.

Quando il periodo di osservazione di determinati fenomeni è sufficientemente lungo, è quasi sempre possibile constatare una certa ciclicità del mercato legata alla congiuntura delle variabili macroeconomiche: il mercato dell'M&A ha scontato gli effetti della crisi iniziata nel 2008, esprimendo a ridosso di quegli anni una significativa contrazione, sia in termini di controvalore, sia in termini di numerosità delle operazioni². Gli anni successivi hanno segnato gradualmente una ripresa dell'interesse verso gli investimenti in capitale di rischio, riportando a livello del mercato complessivo un incremento notevole del numero delle operazioni e una crescita più prudente a livello di controvalore. In questo processo evolutivo, va senz'altro sottolineato il comportamento del mercato del *private equity* e del *venture capital*. Tale comparto comprende quegli operatori professionali che, in un'ottica prevalentemente finanziaria, investono sistematicamente in capitale di rischio e, in buona misura, esprimono in modo statisticamente più

rilevante le dinamiche del mercato ai fini della presente disamina. Per il mondo del *private equity* e del *venture capital*, il 2015 è stato l'anno che in Italia ha segnato il secondo ammontare più alto di sempre (4,620 Mld Euro) con 342 operazioni³. Se si escludono i *big deal* di taglio industriale (e.g. Game Technology/GTECH, Vivendi/Telecom etc...), appare quindi chiaro come le operazioni sviluppate da fondi di *private equity* domestici e internazionali nel nostro paese rappresentino un campione di riferimento estremamente rilevante, unitamente alle operazioni di taglio industriale maggiormente calibrate sulla dimensione media delle aziende tipiche italiane.

Il trend del mercato M&A in Italia



Fonte: KPMG - Fineurop Soditic

¹A. Gervasoni, "30 anni di Finanza Alternativa in Italia" atti convegno annuale AIFI, p. 23, marzo 2016

²A. Gervasoni, cit. p. 23

³A. Gervasoni, cit. p. 17

L'andamento del mercato del *private equity* e del *venture capital* è interessante soprattutto per la valutazione della tendenziale maggiore complessità dell'ambiente in cui nasce e si sviluppa un'operazione di M&A. Il 70% delle operazioni di *private equity* riguarda operazioni di *buyout*, ossia finalizzate all'acquisizione di imprese mediante l'impiego prevalente di capitale di debito da rimborsare con i flussi di cassa generati dall'impresa; si tratta pertanto di operazioni mediamente più impegnative sotto il profilo finanziario e in generale più complesse sotto il profilo gestionale e dell'integrazione: aumentano gli adempimenti normativi, le regole di *compliance*, le criticità fiscali, il numero di mercati di sbocco di riferimento, i possibili contenziosi.

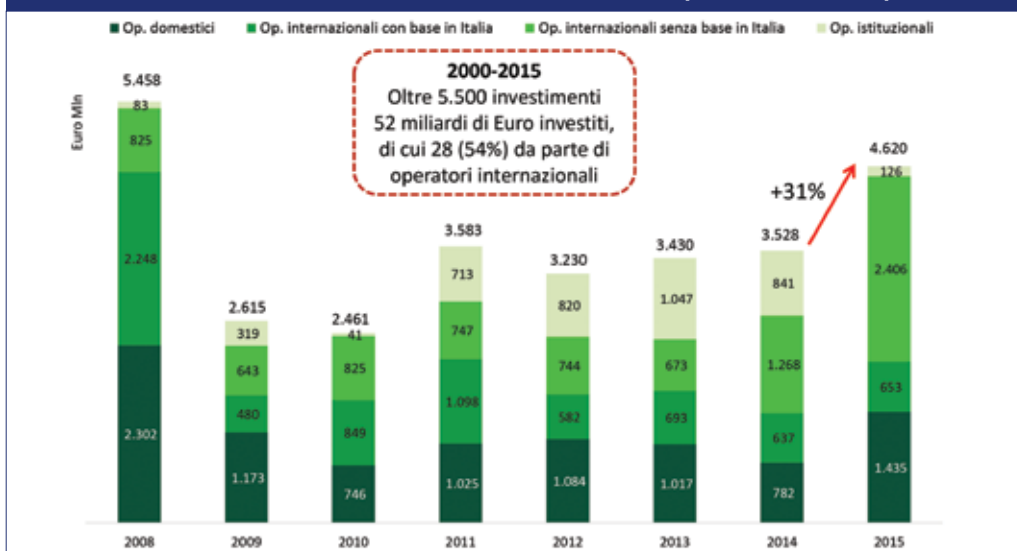
Non è inoltre trascurabile il ricorso sempre maggiore a procedure competitive più o meno strutturate per l'ottimizzazione della performance del processo di vendita. Quest'ultimo aspetto impatta anche sui tempi delle operazioni che spesso risultano molto limitati, con tutte le complicazioni che ne possono derivare dal punto di vista dei processi di *due diligence* e della possibilità di colmare efficacemente tutti i gap che fisiologicamente si manifestano in questi processi.

L'oggettiva complessità e la significativa asimmetria informativa che caratterizzano l'ambiente in cui si svolge tipicamente l'attività di M&A, ha nel tempo dato spazio a molteplici figure professionali che in diversa misura contribuiscono idealmente alla corretta, veloce e sicura esecuzione del *deal*. Oltre ai più tradizionali specialisti di *legal*, *financial* e *tax*, si sono così fatti strada specialisti di mercato, di risk management, di criticità ambientali, di *business intelligence*, di *post-merger integration*, ecc... che in funzione delle specificità dell'operazione possono rivestire un ruolo importante e dirimente per la messa in sicurezza dell'operazione.

Al fianco di legali ed esperti di bilancio, anche in Italia negli ultimi anni, e sulla scorta del modello operativo anglosassone, sono iniziati in via quasi sistematica gli arruolamenti, nei processi di *due diligence* più complessi, di professionisti di risk

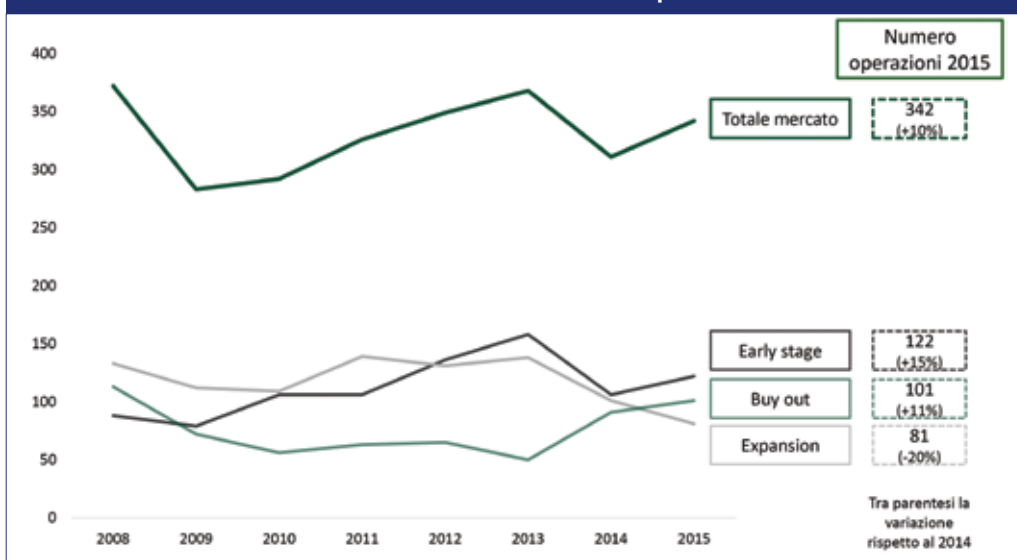
management. Lo scopo delle indagini delegate a tali professionisti riguarda sia un'analisi, in senso lato, dei rischi aziendali e della loro corretta gestione, sia la prospettiva di impiega-

PE e VC in Italia: nel 2015 il secondo ammontare più alto di sempre



Fonte: AIFI - PwC

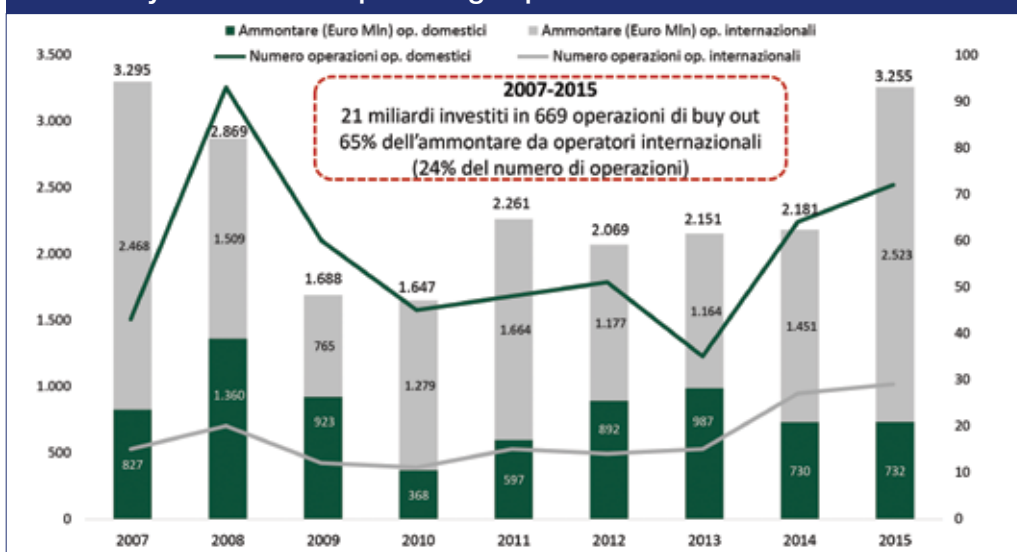
PE e VC in Italia: nel 2015 cresce il numero di operazioni



Nota: Il totale delle operazioni include anche i segmenti del turnaround e del replacement.

Fonte: AIFI - PwC

Focus buy out in Italia: il peso degli operatori internazionali



Fonte: AIFI - PwC

re eventualmente capacità assicurativa per proteggere l'acquirente da eventuali *breach* contrattuali. In tale prospettiva, il coinvolgimento di un professionista di risk management si correla a un concetto più sofisticato di rischio, identificato non soltanto con la perdita collegata a un *asset* concreto e facilmente valutabile ma anche con quello più intangibile di perdita potenziale derivante, ad esempio, da errate valutazioni di solvibilità del venditore rispetto a tutte le garanzie rese a beneficio dell'acquirente al momento del *closing* di un'operazione straordinaria.

Le dinamiche di avvicinamento tra venditore e acquirente per il raggiungimento di un accordo sulle cosiddette *representations and warranties* ("reps and warranties"), solitamente sono

subordinate all'esito di un processo di *due diligence* volto al raggiungimento del comfort necessario per l'operazione che si sta trattando. In questi casi, generalmente, si dice che l'acquirente e il venditore negozino delle garanzie contrattuali rispetto a eventuali circostanze di potenziale rischio di cui il venditore, in buona fede, non conosce l'esistenza al momento del *closing*. Oltre alle forme tradizionali di garanzia (garanzie contrattuali, negoziazione del prezzo, *escrow account*) che possono assistere l'operazione, iniziano a prendere piede in Italia delle coperture assicurative già ampiamente adottate in altri paesi: si tratta, appunto, delle polizze W&I (*warranties&indemnities*), attivabili sia dall'acquirente che dal venditore e che, in determinati contesti, potrebbero evidenziare alcuni pregi non trascurabili per gli operatori:

BUYER SIDE

- Consente all'acquirente di formulare un'offerta più competitiva rispetto agli altri bidders, non appesantendo la propria offerta con la richiesta al venditore di garanzie reali
- Tutela l'acquirente con ulteriore protezione rispetto alle garanzie offerte dal venditore
- Salvaguarda le relazioni future con il venditore che spesso rimane con un ruolo importante nella società ceduta
- Garantisce certezza del risarcimento anche nel caso in cui il debitore non disponga della liquidità necessaria

SELLER SIDE

- Consente la liberazione immediata di liquidità
- Favorisce un'uscita serena dall'attività
- Semplifica la negoziazione degli indennizzi, accelerando in tal modo il processo di vendita

Come si nota dalle osservazioni sopra richiamate, le finalità ascrivibili a questa tipologia di strumenti assicurativi non si esauriscono nella copertura di un eventuale danno, nell'accezione più tradizionale, ma hanno implicazioni non trascurabili anche dal punto di vista strategico come, appunto, la tutela della relazione con i proprietari uscenti, lo svincolo immediato di liquidità, la maggiore competitività di un'offerta in caso di *beauty contest*, ecc...

Nella prospettiva sopra illustrata, il valore aggiunto di uno specialista del rischio si commisura proprio alla capacità di prevedere in anticipo degli scenari e attuare tempestivamente delle misure che possano, non soltanto preservare il valore di un determinato *asset* dagli effetti di un danno, ma anche sfruttare

determinate circostanze allo scopo di creare o accrescere un determinato valore.

In un contesto più generale, una prospettiva ancora più suggestiva di questo nuovo approccio alla gestione del rischio è data dall'allestimento di soluzioni assicurative a copertura di circostanze di rischio già "note". Si tratta, in questo caso, di strumenti (*litigation buyout*) quasi sempre indirizzati alla copertura di contenziosi pendenti che, al momento del *closing*, possono rendere particolarmente aleatorio il risultato stesso della transazione: l'esito di un'azione legale minacciata o in corso che si manifesta dopo la data del *closing* potrebbe impattare in modo non trascurabile sulla performance dell'operazione stessa. In questi casi si osserva sempre più frequentemente la valutazione di un trasferimento del rischio al mercato assicurativo. In questo modo è possibile associare al *plan* della transazione un numero certo (dato dal costo del premio) e sottrarre il bilancio dell'operazione ad un'alea imprevedibile e potenzialmente anche estremamente dannosa.

Un tale tipo di strumento, in alcune circostanze, potrebbe risultare dirimente, in quanto la capacità assicurativa messa a disposizione da una compagnia di un certo *standing* riuscirebbe a definire un *cap* al rischio riconducibile alla *litigation* pendente, in una logica di diversificazione di portafoglio e di diluizione efficace della severità di un potenziale danno.

I mercati assicurativi hanno registrato un'evoluzione significativa nell'ambito di queste tipologie di strumenti: infatti in 10 anni il costo medio delle W&I si è ridimensionato significativamente ed oggi la copertura ha un costo in un range tra l'1% e il 3% del massimale assicurato. Considerando l'operatività pluriennale della garanzia, il tasso annuale è paragonabile a quello di altre tipologie di copertura meno sofisticate.

Comprensibilmente diversa è l'onerosità delle coperture *litigation buyout*, intorno al 10% del massimale acquistato

La copertura assicurativa W&I

La Warranties and Indemnities è una polizza altamente personalizzata che ha come scopo il trasferimento del rischio tra venditori e acquirenti. Questa copertura, utilizzata nei casi di compravendita di società o di parte di esse, fa sì che l'acquirente, dopo aver richiesto una serie di garanzie e dichiarazioni sullo stato della società oggetto della transazione, possa essere tutelato nel caso in cui la situazione reale differisca da quanto dichiarato da parte del venditore, che rimane responsabile per i danni patrimoniali causati all'acquirente. In questo modo gli eventuali rischi sono trasferiti al mercato assicurativo, si tratta quindi di soluzioni di valore aggiunto per gli eventuali acquirenti ma anche per i venditori che vengono tutelati parimenti. La polizza può essere acquistata sia dal venditore sia dall'acquirente e può funzionare in aggiunta, o in sostituzione, ad altre forme di protezione (*escrow*, fondi fiduciari).

R.B.


per tutta la durata della garanzia, trattandosi di circostanze sensibilmente più rischiose, dove la scommessa dell'Assicuratore è solo sul *quantum*, assumendo la certezza dell'esistenza della criticità.

Un approccio al rischio più strutturato, anche attraverso l'impiego di strumenti come quelli descritti nella presente disamina, non può prescindere da un'analisi oggettiva delle condizioni di intervento in un determinato contesto.

Quello della finanza straordinaria è un *framework* molto complesso che richiede una profonda attenzione ai tempi tecnici delle operazioni, alle dinamiche del confronto tra le parti, all'in-

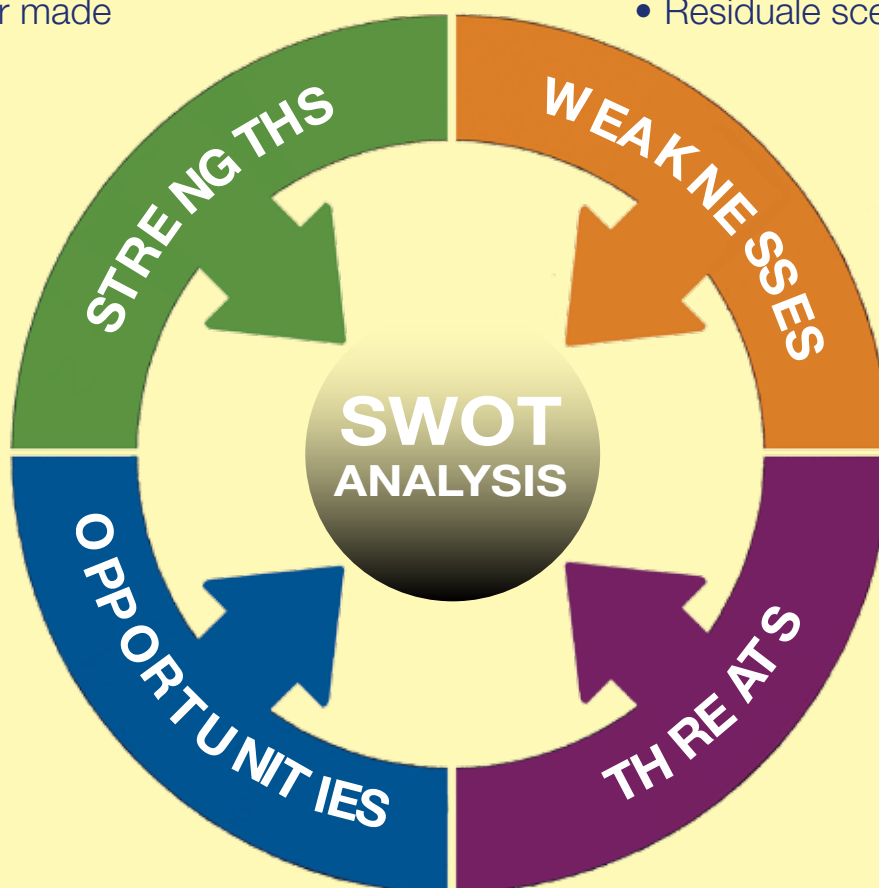
terazione fra i vari ruoli professionali che vengono coinvolti nel processo.

L'intermediario o il risk specialist deve guidare l'azione, avendo come faro una comparazione bilanciata fra punti di forza e punti di debolezza associabili ad alcune scelte e tra minacce e opportunità relative a determinate soluzioni.

Di seguito, senza pretesa di esaustività, si riportano le variabili che, da un punto di vista empirico, hanno dimostrato di orientare le scelte degli operatori più attenti e confermano l'applicabilità efficace e virtuosa solo a determinate condizioni e in contesti caratterizzati da complessità medio alta. 

- Costi relativamente bassi
- Underwriting rapido e efficace
- Player di elevato standing
- Wordingtailor made

- Size minimo dell'operazione
- Modesta familiarità con gli strumenti da parte degli operatori
- Residuale scetticismo



- Liberazione di liquidità
- Relazioni con Proprietà uscente
- Strumento per offerte competitive
- Arbitraggio sul pricing

- Intermediari non competenti
- Compagnie non reliable
- Scarsa tempestività nella submission

Simone Fraschini
si è laureato in Giurisprudenza all'Università degli Studi di Pavia, da trent'anni è legale d'impresa in ambito internazionale. Dopo aver lavorato in grandi corporation, è oggi Senior Director dei Servizi Legali di Accenture, nella sua carriera ha lavorato in oltre 40 paesi al mondo. Tiene corsi di formazione nell'area legale e delle tecniche di negoziazione.



Merger & Acquisition e rischi di compliance

Intervista a Simone Fraschini, Legal Senior Director di Accenture

Abbiamo incontrato Simone Fraschini, per condividere il punto di vista del giurista d'impresa, in merito alla possibilità di coniugare la più rigorosa *compliance* aziendale nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria.

Quali sono i fattori che un giurista di impresa deve considerare rispetto a una operazione di finanza straordinaria?

Un'operazione di M&A apre una lunga serie di problematiche ben note al giurista d'impresa che opera all'interno dell'azienda che intende effettuare una acquisizione. Tra le varie questioni di prioritario interesse vi è certamente quella relativa ai rischi legati alla cosiddetta *compliance* dell'azienda target. L'operare in conformità con le normative in vigore, e quindi la *compliance* aziendale, è da tempo ritenuto un indubbio vantaggio competitivo nei mercati internazionali (ricchi di opportunità ma anche di rischi), oltre che la base per la miglior protezione dell'azienda e delle proprie persone. Obiettivo del compratore è quindi quello di evitare di acquisire responsabilità non volute legate alla *non compliance* dell'azienda target.

Quali sono i punti focali della compliance in una operazione di M&A?

Nelle operazioni di M&A è consigliabile, come fattore chiave per un'operazione di successo, coinvolgere quanto prima l'esperto di *compliance*, soggetto che lavorerà nella necessaria fase di *due diligence* e nella stesura, prima del *closing*, di un

adeguato *compliance* plan. Una scrupolosa *due diligence* aiuta, come ben sanno tutti coloro che operano nel settore, a stabilire il valore reale dell'azienda target, a determinare cosa occorra fare e spendere, per assicurarsi che l'azienda target operi in una situazione di *compliance*, negoziando quindi le *representations and warranties* contrattuali con il venditore.

La due diligence è dunque strumento fondamentale?

Nella fase di *due diligence* l'obiettivo principale è quello di individuare e analizzare il profilo di rischio dell'azienda target, incluse le ipotesi di *successor liability*, e far emergere eventuali *red flags* o problematiche, passate o presenti, quali ad esempio violazioni delle norme (e potenziali sanzioni o provvedimenti di legge) relativi alla data privacy, all'anti-corrruzione, alla *trade compliance*, all'antitrust, alla sicurezza sul lavoro, giusto per nominare alcune delle tipiche aree di rischio.

Con quale metodo si consiglia di procedere?

Un passo importante sarà quello di formulare una vera e propria mappa dei rischi di *compliance* dell'azienda target. Questo allo scopo di capire quale possa essere l'esposizione concreta e quanto si possa intervenire in modo correttivo nella fase successiva all'acquisizione. In questa mappatura, particolare attenzione verrà posta ai programmi di *compliance* esistenti all'interno dell'azienda target, quali ad esempio (in Italia) l'eventuale esistenza all'interno dell'azienda target di un Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo di cui al

Che cos'è la Litigation Buy-Out

La polizza Litigation Buy-Out è una copertura che trasferisce al mercato assicurativo i rischi derivanti dall'incertezza degli esiti di una causa pendente. Questa polizza viene stipulata tenendo conto delle possibili perdite o dell'ammontare dei danni che potrebbero generarsi. Ogni polizza permette di fissare o rimuovere del tutto l'esposizione dell'assicurato consentendogli di soddisfare i propri particolari bisogni secondo le caratteristiche della disputa. La Polizza è particolarmente utile nel contesto di una vendita di attività, dove un contenzioso non risolto potrebbe altrimenti ostacolare il processo di vendita o potrebbe avere un impatto significativo sul prezzo che verrebbe pagato. L'assicurazione permette in tal modo di lasciare il rischio derivante dall'incertezza dell'esito della causa fuori dalle negoziazioni, dando la possibilità alle parti di concentrarsi sulla vendita in sé. L'assicurazione potrebbe quindi coprire qualsiasi tipologia di procedimento, dal mero inadempimento di un contratto di fornitura a questioni più complesse relative a problematiche di impiego o a qualsiasi controversia relativa a questioni attinenti la proprietà intellettuale.

R.B.

decreto legge n. 231/2001. L'analisi dei programmi già esistenti all'interno dell'azienda target potrà aiutare a capire meglio come l'azienda target abbia inteso gestire eventuali violazioni di legge e, più in generale, a capire la cultura di *compliance* esistente all'interno di tale organizzazione. La mappatura dei rischi potrà poi variare sensibilmente in relazione al Paese e al mercato nel quale si intende effettuare l'operazione di M&A alla luce del profilo di rischio del Paese stesso (la maggioranza dei Paesi al mondo è oggi considerata ad esempio ad alto rischio di corruzione sulla base dei dati forniti da *Transparency International*).

Quanto contano i contesti territoriali e le diverse legislazioni?

Ovviamente si deve sempre fare i conti con le peculiarità delle varie legislazioni nazionali e internazionali nei settori della *compliance*. Ad esempio, nel settore dell'anti-corruzione abbiamo assistito a una crescente focalizzazione e ad un crescente numero di interventi normativi volti a contrastare tale fenomeno. Le norme statunitensi (i.e. FCPA) prevedono ad esempio, per le operazioni di M&A a carattere internazionale, specifici obblighi (e sanzioni) in capo agli investitori ai quali è oggi richiesto di valutare il rischio di corruzione preventivamente rispetto alla chiusura di un *deal*. Le stesse norme regolano l'eventuale *disclosure* che l'investitore potrà fare (acquisendo taluni benefici caratteristici della legislazione americana) nei confronti dell'Autorità, e disciplinano i piani e i programmi aziendali necessari per rimediare situazioni di *non compliance*. Tali norme statunitensi, come noto, si applicano a tutte le aziende esposte a tali regolamentazioni (eventualmente anche a quelle italiane). Per quanto riguarda l'Italia, un investitore straniero guarderà con grande attenzione all'esistenza e al funzionamento del Modello di cui al decreto legge 231/2001.

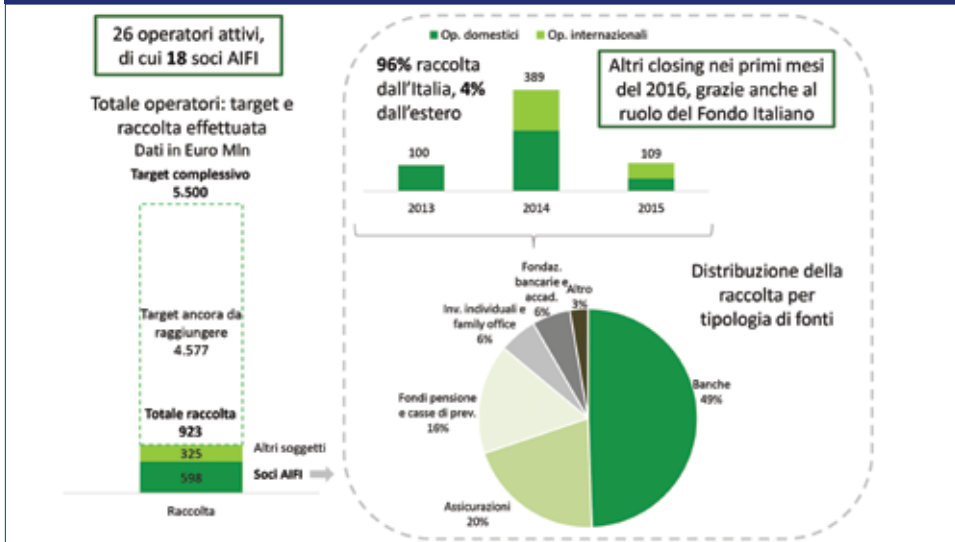
La mappatura proposta è di fatto una risk analysis della compliance...

La stesura della mappa dei rischi di *compliance* comporterà per il compratore la necessità di assicurarsi che, nella fase immediatamente successiva all'acquisizione, venga attivato all'interno dell'azienda target un *compliance plan* efficace e adeguato. Se infatti le situazioni di *non compliance* continuassero successivamente al cambio dell'azionariato, l'acquirente sarà ritenuto responsabile per non aver adeguatamente gestito il rischio di *compliance*.

Ad operazione conclusa esistono successive cautele?

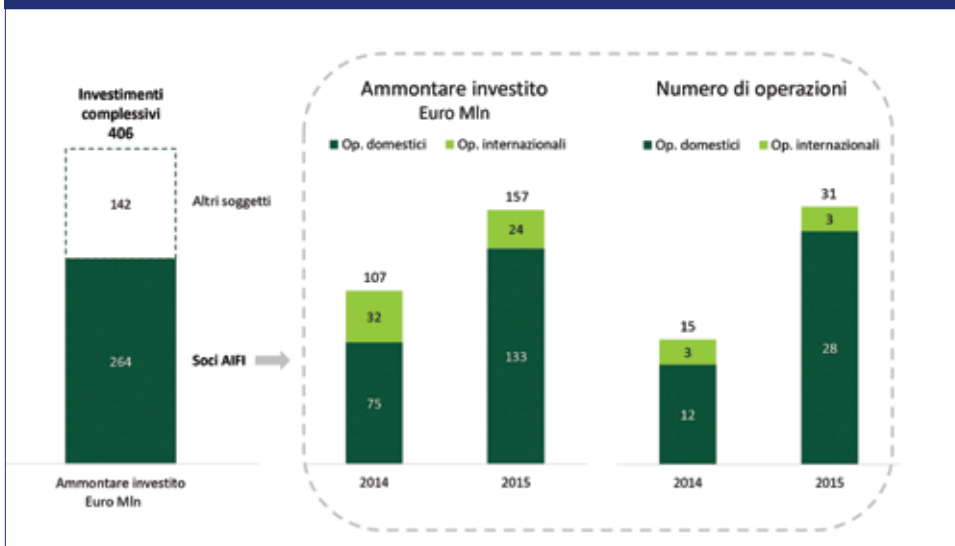
Il periodo successivo alla chiusura della operazione M&A, cioè la fase di *post merger integration*, è il momento critico per il successo (o il fallimento) dell'operazione di M&A. Per quanto

Il nuovo mercato del *private debt* in Italia: la raccolta dal 2013 a oggi



Fonte: AIFI, Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond (per i dati degli operatori non associati ad AIFI)

Il nuovo mercato del *private debt* in Italia: gli investimenti dal 2014



Fonte: AIFI, Politecnico di Milano, Osservatorio Mini-Bond (per i dati degli operatori non associati ad AIFI)

concerne l'area della *compliance*, questo è il momento in cui il compratore ha l'opportunità e il dovere di realizzare i necessari interventi e miglioramenti. L'azienda che ha effettuato l'acquisizione, mentre pone l'attenzione sull'integrazione delle strutture di business e sugli aspetti operativi, deve tener ben presente che è proprio nella fase immediatamente successiva al *closing* che si devono mettere in pratica tutti gli sforzi necessari per rimediare alle problematiche emerse *pre-closing* e assicurare la *compliance* aziendale, eventualmente attivando i rimedi contrattuali concordati con il venditore. Il *compliance plan* che il compratore ha deciso di adottare va quindi attuato dal *management* aziendale senza ritardo. Si tratterà quindi, a seconda dei contenuti dello specifico piano, di adottare una serie di interventi correttivi su situazioni specifiche, così come di adottare, ad esempio, un nuovo Codice di Condotta, oppure nuove procedure aziendali e nuovi strumenti in precedenza non esistenti. Tutto questo richiederà adeguate comunicazioni interne oltre che idonee attività di formazione professionale e training al personale dell'azienda acquisita.

Roberto Berva
roberto.berva@accapierre.it

Paolo Mario Giacometti
è socio fondatore dello Studio Associato European Group Consulting -
Ragionieri Commercialisti - Revisori Legali,
specializzato nella consulenza fiscale, societaria, aziendale e finanziaria.
Nelle sue precedenti esperienze professionali ha operato come
Chief Financial Officer di aziende nazionali e internazionali.



La due diligence preliminare vista dai diversi punti di osservazione

Una visione concreta della problematica finalizzata alla migliore gestione della finanza straordinaria

Abbiamo incontrato Paolo Giacometti, manager che ha affrontato e gestito operazioni di *mergers and acquisitions* sui vari fronti possibili. La sua testimonianza è utile a comprendere quanto sia fondamentale lo strumento della *due diligence* come processo di risk management dell'operazione societaria al fine di garantire il miglior successo imprenditoriale in ambito di finanza straordinaria.

La sua esperienza ha consentito di confrontarsi con lo strumento della due diligence finalizzata a una acquisizione o cessione di azienda o semplicemente a una business combination come buyer, come seller, come partecipante e come professionista a supporto delle parti. Quali sono i diversi punti di vista, nei diversi ruoli, rispetto al medesimo campo di osservazione?

La mia esperienza mi ha consentito inizialmente di partecipare a processi di *due diligence* nel ruolo di revisore dei conti, ovvero di consulente incaricato dell'esecuzione della *due diligence* dal committente, che fornisce una serie di istruzioni con riferimento all'oggetto della transazione, condividendo la pianificazione e l'esecuzione delle attività. Tale attività parte quindi da un confronto preliminare con il committente che deve portare alla stesura del piano di lavoro e si conclude con la condivisione dei risultati del lavoro svolto con chi assume la decisione imprenditoriale, ovvero, se e come procedere nell'operazione di finanza straordinaria. Successivamente lavorando nelle imprese come direttore finanziario ho anche "subito" processi di *due diligence* in relazione a una acquisizione e/o a una *business combination*; in questo caso il ruolo si focalizza sulle risposte da fornire, rendendo la migliore informazione possibile per ridurre le problematiche che venivano via via rilevate dalla controparte, interpretando e illustrando i dati forniti. Infine mi sono confrontato con la terza fattispecie: richiedere ed eseguire come Direttore Finanziario di un potenziale

acquirente una *due diligence* utilizzando il supporto di professionisti terzi. Si tratta di vedere la stessa realtà in diversi ruoli, tutelando diversi interessi.

Esiste un discrimine dimensionale per tale metodo valutativo preliminare?

In realtà lo strumento della *due diligence* è diventato necessario anche per acquisizioni minori, magari semplificando alcuni passaggi. Individuare le principali aree di rischio, quantificando e sintetizzando informazioni sull'oggetto dell'acquisizione è essenziale a prescindere dalla dimensione. In sostanza si deve essere consapevoli delle criticità potenziali, di modo che i vari consulenti, assieme al committente, possano decidere se il rischio legato all'operazione straordinaria ipotizzata sia accettabile o meno.

Quindi siamo di fronte a un vero e proprio processo di risk management: identificazione, controllo e quantificazione del rischio a seguito del quale decidere se finalizzare o meno la transazione

In una possibile acquisizione assumere un rischio non controllabile sarebbe un vero problema. La *due diligence* fornisce anche la logica di come strutturare la transazione. Per esempio una delle ipotesi può essere l'acquisizione del veicolo societario o qualora sia possibile e si voglia limitare il rischio, cercare di negoziare soltanto gli asset, lasciando tutte le responsabilità societarie in capo al cedente; ovviamente sono due ipotesi estreme che poi determinano anche un maggiore o minore prezzo dell'operazione.

Quali sono le principali competenze che è necessario avere per essere di valore aggiunto in supporto a un processo di cessione o acquisizione aziendale?

In questo campo, come si suol dire: "Vale più la pratica che la grammatica". Quindi l'esperienza personale

Cos'è la tax opinion?

La tax opinion è una copertura che rientra nella famiglia degli strumenti a tutela dei rischi già noti e riguarda questioni giurisprudenziali o interpretative. Può rivelarsi un utile strumento nel caso in cui siano presenti criticità su temi fiscali: la polizza offre infatti la copertura di quelle fattispecie potenzialmente suscettibili di contenzioso in merito a un determinato aspetto tecnico, spesso di natura fiscale e riguardante l'assoggettamento a un regime fiscale estero. L'esempio più classico è quello della possibilità di usufruire di agevolazioni fiscali (deduzioni o deduzioni) a fronte di operazioni riguardanti un'attività in un altro paese. Da un punto di vista assuntivo le compagnie devono avere la possibilità di conoscere in anticipo e in modo dettagliato il profilo del rischio. Altro aspetto è quello della partecipazione al rischio anche da parte dell'assicurato tramite l'applicazione di una significativa franchigia.

R.B.

è importante, ovviamente abbinata alla conoscenza di base delle materie societarie, giuridiche e fiscali. Inoltre è fondamentale lavorare in team tra soggetti con diverse competenze, per poi tracciare una sintesi coerente che prenda atto di tutti gli aspetti nella visione unitaria che interessa al committente, colui che deve infine decidere se procedere o meno investendo le proprie risorse finanziarie.

Ogni caso può anche determinare la necessità dell'intervento di uno specialista: si pensi a problematiche ambientali, problemi connessi a proprietà intellettuale, valutazioni di *intangible asset* come marchio e reputazione. Tuttavia credo che per una buona riuscita del processo ci debba essere un coordinatore che sintetizzi, con una visione d'insieme, la gestione di tutta l'operazione legando le fasi tecniche, giuridiche e fiscali, componenti imprescindibili per arrivare dapprima a una consapevole scelta imprenditoriale e poi a una buona esecuzione dell'operazione.

Considera gli strumenti assicurativi attualmente disponibili un complemento interessante per ridurre e trasferire alcuni rischi connessi alle operazioni di finanza straordinaria?

Qualora fosse possibile portare gli strumenti assicurativi a un livello di premio accettabile e proporzionato agli interessi economici delle transazioni, gli stessi possono rappresentare una soluzione utile per avere un limite massimo di sostenibilità di rischio sulle aree grigie emerse e favorire il trasferimento di rischio in maniera tale che il committente si possa concentrare sugli altri aspetti della negoziazione, riuscendo a centrare l'obiettivo che si era prefissato. In una negoziazione fatta bene tutte le parti in causa dovrebbero alzarsi dal tavolo con un po' di mal di pancia...

È più facile assistere buyer side o seller side?

Nel momento in cui sei seller side conviene essere propositivi, utilizzare tutta la propria competenza per dare una visione più corretta possibile dell'oggetto della transazione: è importante che la visione non tenda a sminuire i rischi, ma rappresenti la valutazione corretta così come deve essere percepita dal venditore. Nel momento in cui il compratore analizzerà tutti i dati farà la sua scelta. Chiaramente dal punto di vista del compratore vi è sempre il dubbio di non avere centrato tutte le problematiche che potrebbero essere generate. Le problematiche sorgono quando l'attività di *due diligence* è molto frettolosa e con poca interazione tra le parti. È molto meglio un processo interattivo con molta discussione e approfondimenti tra venditore e compratore, piuttosto che una fredda *data room* dove i documenti sostituiscono i dialoghi per comprendere e risolvere eventuali aspetti problematici.

Per le aziende più piccole è quindi meglio il sistema di interazione?

Sì, assolutamente. Ho visto utilizzare il sistema della *data room* per grandi società quotate e soprattutto quando ci sono delle potenziali acquisizioni in competizione, in tali casi una impostazione impersonale è inevitabile. In ogni altra circostanza avere tavoli di approfondimento e comprensione rende l'operazione di compravendita societaria più sicura per tutti, in quanto supportata dalla migliore consapevolezza dei vari aspetti che determinano fattibilità e prezzo dell'operazione stessa.

Roberto Berva
roberto.berva@accapierre.it

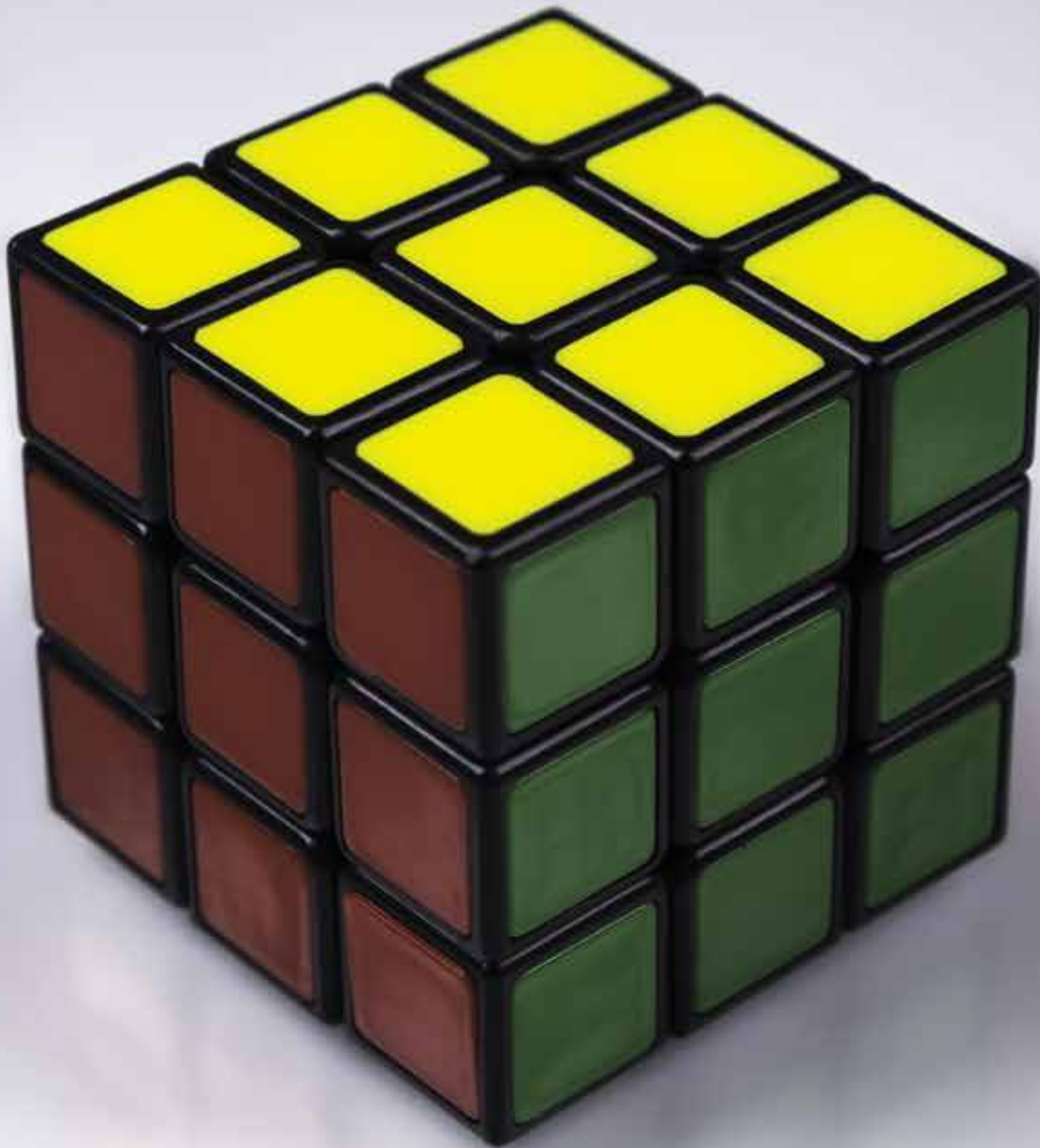




A | S I D E
D | R I S K

Maggio
Giugno

n.4
2016



Risk management e finanza straordinaria