

“PARAMETRI E METODI DI VALUTAZIONE DI UNA PMI DA PARTE DI UN FONDO DI PRIVATE EQUITY E PRIVATE DEBT”

Dispense per una sintetica comprensione delle logiche che sono dietro alle decisioni d’investimento su una PMI da parte di Fondi di Private Equity e Private Debt. Le dispense sono per rendere per la prima volta chiari tutti quei fattori e parametri che determinano l’operazione d’investimento o finanziamento su una piccola, media o grande impresa in Italia.

A cura di Federico Palmieri

ANALISI DEGLI INDICI FINANZIARI

- Leverage Ratio
- Gearing Ratio
- Debt Service Ratio
- Interest Cover Ratio

ANALISI STRATEGICA DELLA PMI

- 5 forze di Porter
- Analisi di settore: *definizione, attrattività, struttura, dimensione di mercato, crescita, impianti, intensità di capitale, ciclicità e stagionalità e normative*

METODI DI VALUTAZIONE

- Benchmark di pricing
- Costi unitari
- SWOT Analysis
- Indici di profittabilità
- Indici di rotazione
- Indici di redditività
- Azionariato e Management della PMI
- Analisi finanziaria
- Business Plan a tre scenari: *management case, banking case e contabilità*

INDICE OSSERVATO

Tabella 1

PRIVATE EQUITY	PRIVATE DEBT
IRR %	Capacità di ripagare il debito
Valorizzazione delle quote	Sensitivity Analysis

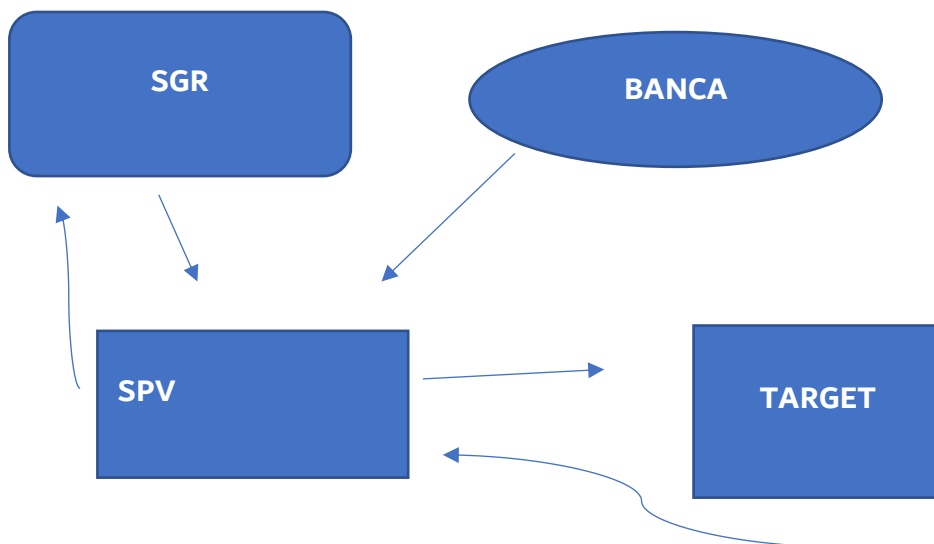
ANALISI PER INDICI

- Liquidità
- Fattori esterni di mercato
- Solvibilità

VALUTAZIONE SOCIETARIA *PRE-MONEY* DI UN PE/PD

- No DCF
- No TV
- Si Metodo dei Multipli

STRUTTURAZIONE SOCIETARIA DURANTE UN'OPERAZIONE DI PE



MODALITA' D'INGRESSO DA PARTE DI UN FONDO DI PRIVATE EQUITY

Tabella 2

AUMENTO DI CAPITALE	ACQUISIZIONE DELLE QUOTE
Operazioni di minoranza	Operazioni di maggioranza
Buy Out	Leveraged Buy Out

STRUTTURAZIONE DI UN'OPERAZIONE DI PRIVATE DEBT

Modello finanziario e profilo di finanziamento per PMI in debito privato

- Debt capacity
- Profilo di rimborso
- Durata rimborso
- Tasso d'interessa
- Cash flow debt service coverage
- Covenant finanziari

ELEMENTI PRINCIPALI PER EROGARE LINEE DI CREDITO

L'analisi sull'operazione di private debt deve considerare i seguenti punti

- 1. Importo del finanziamento:** questo rappresenta il primo passo da cui partire per strutturare l'operazione di finanziamento dell'impresa. Per calcolare l'importo massimo di finanziamento si misura la capacità massima d'indebitamento del debitore. La capacità d'indebitamento è determinata dal *cash flow borrowing base* ossia l'ammontare del debito che può essere ripagato tramite flussi di

cassa. La fonte primaria del rimborso del debito è sempre rappresentata dai flussi di cassa in positivo. Un altro elemento importante è il *asset sale borrowing base* definita come la quantità massima di debito che un finanziatore concede sulla base del valore netto del portafoglio di asset dell'azienda. Tra gli asset annoveriamo: crediti commerciali, magazzino e immobili.

2. **Valuta:** in alcuni casi i debitori scelgono di raccogliere fondi in valute estere per sfruttare i differenziali dei tassi d'interesse.
3. **Durata:** L'analisi del cash flow della PMI indica quanta parte del finanziamento a lungo termine può essere fornita dal debito e quanta dall'equity.
4. **Piano di rimborso del debito:** il profilo di rimborso del creditore è impostato in modo da adattarsi ai flussi di cassa del debitore. Le diverse tipologie di piani di rimborso sono: *grace periods, cash sweep, put provision e call provision*.
5. **Garanzie:** stabiliscono il controllo del creditore sugli asset dell'azienda debitrice. Nello specifico vi sono alcuni fattori che determinando la "qualità" delle garanzie come il valore corrente dei beni, il valore futuro in caso di liquidazione, liquidità del bene oggetto della garanzia, costo della vendita, partecipazioni di altri finanziatori garantiti. Ogni debitore vincola i suoi beni aziendali o personali a mezzo ipoteca. Vi sono tre tipi di garanzie: *materiali, immateriali o finanziarie*.
 - *Garanzie Materiali:* solitamente costituiti da magazzino (liquidità medio-bassa), attrezzature (scarsa liquidità), immobili (media liquidità).
 - *Garanzie Immateriali:* diritti e brevetti (scarsa liquidità), contratti e concessioni (medio-bassa liquidità), titoli non scambiati (scarsa liquidità), attività immateriali (scarsa liquidità).
 - *Garanzie Finanziarie:* conti di cassa o bancari (liquidità elevata), titoli scambiati (liquidità elevata), crediti (liquidità medio-alta), polizze assicurative (liquidità medio-alta).
6. **Ranking del debito:** è uno strumento fondamentale per valutare il debito ed identificarne l'accessibilità in base al cash flow. Il ranking si basa su cinque

categorie di creditori: *privilegiati, garantiti, non garantiti, subordinati e azionisti.*

- *Creditori privilegiati*: sono i primi a dover essere rimborsati
- *Creditori garantiti*: hanno garanzie reali a sostegno del loro credito
- *Creditori non garantiti*: sono fornitori e i creditori finanziari *unsecured*
- *Creditori subordinati*: sono quelli che accettano di essere pagati dopo tutti gli altri in cambio di maggiori ritorni
- *Azionisti*: vengono pagati per ultimi.

I debiti finanziari si suddividono in due categorie

Tabella 3

DEBITO SENIOR	DEBITO JUNIOR
Primo debito a essere rimborsato	Debito subordinato
Ripagamento prioritario	Ripagamento secondario

- 7. Covenant finanziari:** stabiliscono uno standard minimo di condotta e hanno lo scopo principale di proteggere le fonti di rimborso monitorando le performance. I covenant si suddividono in *liquidità, solvibilità e coverage*.
- 8. Prezzo:** il prezzo di un finanziamento del debito è determinato da diversi fattori come il rischio, la concorrenza, mercato, business plan. Il prezzo è funzione dei seguenti fattori:
 - Commissioni
 - Margine
 - Protezione del rendimento
 - Equity kicker

ASPETTI LEGALI DELL'OPERAZIONE DI INVESTIMENTO E FINANZIAMENTO

Il documento preliminare in un'operazione di venture capital, private equity o private debt è l'accordo di riservatezza (NDA, *non disclosure agreement*).

Principali documenti contrattuali di un'operazione di *private equity*

Documenti costitutivi

Le disposizioni chiave che interessano i fondi di private equity sono le seguenti:

- Atto costitutivo e Statuto societario
- Diritti di opzione su nuove azioni
- Diritti di prelazione
- Trasferimenti obbligati
- Tag Along
- Drag Along
- Investitori presenti nel CDA dell'azienda

Approfondiamo meglio due clausole molto importanti come il *tag along* e il *drag along*:

Tabella 4

TAG ALONG	DRAG ALONG
Si verifica se: a seguito di un cambio di azionariato (30-50%)	Si verifica se: la maggioranza degli azionisti desidera vendere le proprie azioni
Il cedente richiede all'acquirente che acquisti le azioni di tutti gli altri azionisti alle stesse condizioni	I soci di minoranza sono obbligati a vendere le proprie azioni se i soci di maggioranza vogliono vendere le proprie

Term sheet

Il term sheet è un documento, giuridicamente non vincolabile, che riassume tutti i principali termini finanziari e legali della transazione proposta quantificando il valore

della stessa.

Il term sheet si compone di queste sezioni:

- Preambolo e Oggetto
- Ammontare e prezzo
- Offerta di nuove azioni e quote
- Total amount raised
- Capitalizzazione societaria post-investimento
- Liquidation preference
- Conversione
- Clausole di diluizione
- Diritti di voto
- Disposizioni di protezione
- Composizione del CDA
- Diritti di Veto e di Informazione
- Diritti di Prelazione

Accordo d'investimento e Contratto d'acquisto delle quote/azioni

Il contratto d'investimento è composto dalle seguenti sezioni:

1. Conditions precedents: le condizioni che si devono verificare prima di sottoscrivere un contratto d'investimento
2. Milestone d'investimento: la dilazione dell'importo investito in più tranche che possono essere stabilite anche in base al raggiungimento di determinati risultati
3. Garanzie ed oggetti di analisi da parte dell'investitore: nella tabella 5 sottostante delle dichiarazioni e garanzie che sono parte dell'analisi che l'investitore effettua sulla target

4. Controlli dell'investitore: report e account mensili in merito alla gestione dell'azienda; controlli periodici sulla finanza e cassa dell'azienda. In sostanza l'investitore lascia una libera autonomia di gestione dell'azienda da parte del *management* ma su alcuni aspetti interviene in un controllo più approfondito come: **cambiamenti sostanziali del management o dell'azionariato, nuovi contratti, cooperazione tra le parti, acquisizione o cessioni di rami d'azienda, investimenti o costi extra non previsti dal budget, approvazione del bilancio, creazione di oneri e garanzie, accesso a nuovi finanziamenti**
5. Diritti di nomina di nuovi Amministratori

Tabella 5

DICHIARAZIONI	GARANZIE
Business Plan	Contenzioso
Contabilità	Questioni normative
Eventi dalla data di chiusura del bilancio	Proprietà intellettuale
Bilancio	Piena proprietà dei beni
Tassazione senza contenziosi pendenti	Tassazione

I Patti Parasociali

I patti parasociali sono accordi tra soci che regolano il comportamento futuro tra investitore e azienda.

E' solitamente composto dai seguenti punti:

- Una chiara strategia dell'azienda concordata dalle parti
- Decisioni a maggioranza qualificata
- Comunicazione tra gli azionisti
- Meccanismo di sostituzione del management
- Facilitare l'uscita dei soci
- Drag Along e Tag Along

Principali documenti contrattuali di un'operazione di *private debt*

Le operazioni di private debt sono assistite da un determinato numero di documentazione legale che vediamo qui sotto elencati:

- Mandato
- Term Sheet
- Contratto di finanziamento

Le principali clausole di un contratto di finanziamento sono descritte in 14 punti:

1. Definizione
2. Debitore
3. Facility
4. Periodo
5. Rimborso
6. Drawdowns
7. Rimborso anticipato
8. Clausole di scopo
9. Condizioni
10. Dichiarazioni e Garanzie
11. Covenant
12. Eventi di default
13. Trasferimento
14. Legge governativa

Pacchetto di Garanzie

Le garanzie si suddividono in *reali* e *personali*

Garanzie Reali:

- Privilegio
- Ipoteca
- Pegno

Garanzie Personali

- Fideiussioni

REPORTING, CREAZIONE DI VALORE E DISINVESTIMENTO

Reporting

I fondi di private equity e di private debt monitorano costantemente la Società in portfolio, attraverso un'attività di reporting, per osservarne il suo andamento.

Nello specifico le attività di reporting sono strutturate in tal senso:

- **Performance economico-finanziarie:** qui vengono monitorati i financials con una frequenza variabile. Il fatturato e la posizione finanziaria netta con cadenza mensile, il conto economico con cadenza trimestrale e lo stato patrimoniale con cadenza semestrale.
- **Metriche chiave:** si prendono degli indicatori (o metriche) del business che mettono sotto la lente d'ingrandimento l'andamento dell'azienda e le sue performance strategiche.

Creazione di Valore

La creazione di valore è quell'attività che il Fondo pone in essere per aumentare la sua partecipazione nella Società in portfolio.

Per monitorare l'aumento della quota si utilizzano delle leve, queste sono:

- **Struttura del passivo:** come la riduzione del costo del debito, gestione della liquidità, benefici legati agli sgravi e alla deducibilità fiscale sono gli indicatori monitorati.
- **Miglioramenti della performance operativa:** primo obiettivo su tutti da parte del Fondo è la massimizzazione dell'EBITDA, quindi tutte quelle azioni volte ad aumentare i ricavi e ridurre la struttura dei costi.
- **Bonus al *management*:** si prevedono dei bonus per incentivare le performance dei manager dell'azienda come le *stock options*.

DISINVESTIMENTO (O EXIT)

Una delle attività più importanti del Fondo durante *l'holding period* della Società è quello del (ri)vendere le proprie partecipazioni e realizzare il cosiddetto *capital gain*.

Esistono diverse modalità di vendita delle partecipazioni, qui vediamo le principali

IPO

Il disinvestimento attraverso quotazione in borsa è una delle soluzioni più adottate nel mercato statunitense, di meno in quello europeo. I vantaggi sono che il prezzo delle azioni è elevato se il mercato della borsa è in una buona fase mentre gli svantaggi sono rappresentati dal fatto che è più costosa rispetto ad altre exit, richiede più tempo (12-18 mesi) e non è disponibile per le piccole imprese.

Trade Sale

Il trade sale consiste nel vendere la partecipazioni ad un'altra società, del medesimo settore, che intende far crescere o rafforzare le sue attività nel mercato. I vantaggi di questo tipo di exit sono i tempi ed i costi sicuramente inferiori ad una IPO, la disponibilità per le piccole imprese e il fatto di essere rivenduti a Società che operano nello stesso settore e possono aumentare il know-how della compagnia. Gli svantaggi sono la scarsità di acquirenti industriali, la dipendenza del management.

Secondary Buy-out

Per secondary buy-out si intende rivendere la quota ad altri Partner Finanziari come i Fondi di Fondi o i Fondi di private equity. I principali vantaggi sono che questa modalità genera una liquidità molto più immediata rispetto ad altre forme, che il private equity possa sapere già come si aumenta il valore dell'azienda e che la target può già aver

raggiunto determinate milestone aziendali. Tra gli svantaggi annoveriamo l'orizzonte di breve termine e che i Fondi sono negozianti poco flessibili.

Management buy-back

Un'altra forma di disinvestimento è il *management buy-back* che consiste nel riacquisto delle quote da parte del management della Target attraverso delle clausole sia per il compratore (call) sia per il venditore (put) a prezzi e valutazioni già prefissati.