

# **“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

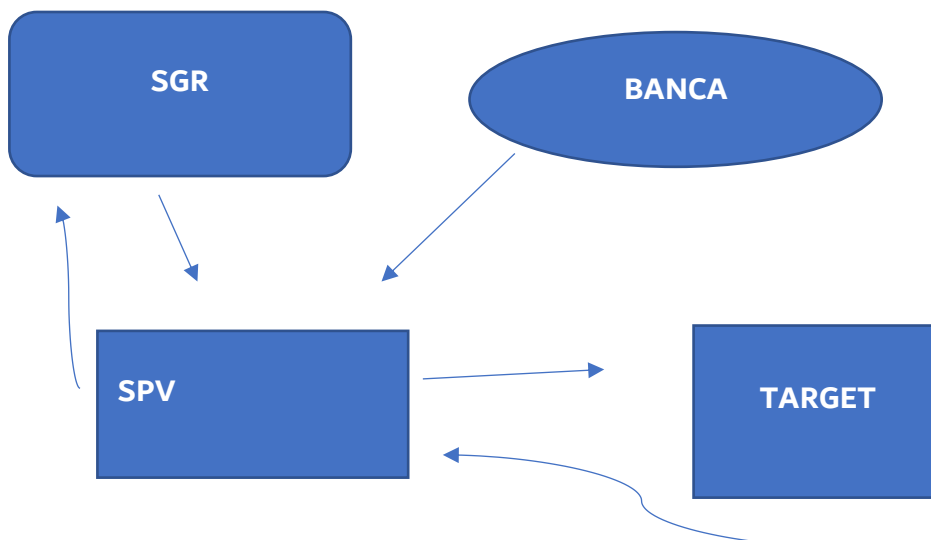
## ANALISI PER INDICI

- 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 obbligatoti
- 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
<b>Si verifica se:</b> a seguito di un cambio di azionariato (30-50%)	<b>Si verifica se:</b> 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.

## STRUMENTI DI EQUITY E DEBITO: AZIONI E STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

Il finanziamento attraverso **capitale di rischio** avviene solitamente tramite emissioni di *azioni*.

Il finanziamento attraverso **capitale di credito** può essere ottenuto attraverso il ricorso al *canale bancario* o direttamente sul *mercato*.

Esistono poi gli *strumenti finanziari partecipativi* che sono a metà tra azioni ed obbligazioni.

### AZIONI

Le azioni, a differenza delle obbligazioni, non attribuiscono al proprietario nessun diritto alla restituzione del capitale conferito, proprio perché emesse in contesti di capitale di rischio. Tuttavia esistono diversi tipi di azioni che danno al possessore diritti diversi. Di seguito le principali tipologie di azioni esistenti nel mercato.

#### Azioni Ordinarie

Le azioni ordinarie attribuiscono ai possessori poteri amministrativi e patrimoniali ma nessuna garanzia in merito alla distribuzione dei dividendi

## LE AZIONI SPECIALI (O STRAORDINARIE)

### **Azioni di Risparmio**

Le azioni di risparmio, che possono essere emesse solamente dalle società quotate in borsa nei mercati regolamentati italiani ed europei, sono azioni rivolte a quegli azionisti risparmiatori che non hanno interesse nell'amministrazione attiva dell'azienda. Le azioni di risparmio, prive di diritto di voto, assicurano dei privilegi di natura patrimoniale.

### **Azioni a favore dei prestatori di lavoro**

Sono tipi di azioni che vengono emesse a favore dei dipendenti dell'azienda per garantire loro gli utili dell'azienda.

### **Azioni Correlate**

Sono azioni che vengono emesse per una particolare attività dell'azienda o per una determinata linea di business. Garantiscono privilegi di natura patrimoniale ma non sull'intera attività aziendale.

### **Azioni Privilegiate**

Sono azioni che prevedono un rendimento addizionale rispetto al dividendo delle *azioni ordinarie* e una prelazione del riparto del patrimonio aziendale della società in seguito al fallimento o allo scioglimento della stessa.



## **Azioni con prestazioni accessorie**

Azioni che comportano ai possessori l'obbligo di prestazioni accessorie, non attraverso denaro o conferimento di capitali. Ricordano per molti versi la formula utilizzata nel mondo startup del *work for equity*.

## **Azioni di godimento**

La funzione di questi titoli è quella di poter assicurare a tutte le categorie di azionisti lo stesso trattamento, e godere di pari diritti, nel momento in cui verrà eseguita una determinata operazioni straordinaria dell'azienda.

## STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI



Gli **SFP** (strumenti finanziari partecipativi) sono strumenti emessi a favore di apporto dei soci di capitale, di servizi o di lavoro.

Sono strumenti ibridi che, come possiamo vedere dal grafico sopra, si posizionano a metà strada tra azioni e obbligazioni. I possessori degli strumenti finanziari partecipativi hanno diritti di informazioni circa l'andamento del business dell'azienda.

Questa tipologia di strumenti sono cosiddetti partecipativi in quanto partecipano al rischio d'impresa ma senza un'imputazione a capitale dei conferimenti quindi senza particolari rischi sul capitale emesso.

Si tratta quindi di **titoli obbligazionari emessi** a fronte di attribuzioni in conto capitale ma rimangono comunque di "rischio" in quanto non esiste un diritto di restituzione degli stessi e pertanto simili alla formula azionaria.

## CARATTERISTICHE E TIPOLOGIE DELLE OBBLIGAZIONI

Le obbligazioni sono una modalità di finanziamento che, a differenza delle azioni, garantiscono un rimborso periodico ed il pagamento degli interessi. In questo caso il rimborso al titolare dell'obbligazione non va in base all'andamento della società ma a prescindere da quello.

### **Obbligazioni ordinarie**

Le obbligazioni ordinarie possono essere emesse da società per azioni o in accomandita per azioni mentre per le società a responsabilità limitata vengono emesse sottoforma di **titoli di debito**. Le obbligazioni ordinarie danno diritto alla restituzione del valore nominale a determinate scadenze prefissate, percependo naturalmente un interesse periodico su di esse.

### **Obbligazioni Subordinate**

Le obbligazioni subordinate sono dei titoli il cui diritto è postergato alla soddisfazione dei diritti di restituzione degli altri creditori della stessa società.

### **Obbligazioni Variabili**

Sono quella tipologia di obbligazioni dove la restituzione è garantita ad una data scadenza, ma il pagamento degli interessi dei creditori è dato solo ed esclusivamente dall'andamento (positivo) della società.

### **Obbligazioni Convertibili**

Le obbligazioni convertibili conferiscono al titolare il diritto di chiedere, al verificarsi di determinati eventi, la conversione del titolo obbligazionario in azioni.

## **Obbligazioni Warrant**

Sono obbligazioni che comportano verso il titolare un diritto di opzione sulle azioni ed attribuiscono quindi il diritto di sottoscrivere o acquistare le azioni ad un determinato prezzo già prefissato in precedenza.

## **Strumento Mezzanino**

Il mezzanino (o debito mezzanino) rappresenta uno strumento di finanziamento a medio-lungo termine con alcune peculiarità. La prima su tutte è che si tratta di uno strumento dove il ripagamento del debito è subordinato (infatti viene spesso definito anche come debito junior) ma anche uno strumento *ibrido*. Infatti il Mezzanino può combinare, all'interno dell'ammontare del capitale conferito, una parte in debito ed una parte in equity.

## **Vendor Loan**

Il vendor loan, termine utilizzato nelle operazioni di private equity, rappresenta una modalità attraverso cui una parte della transazione spettante ai vecchi soci che stanno liquidando le quote viene dilazionata. Questo rappresenta per la *target* che liquida i vecchi soci un modo per conferire il capitale non tutto insieme ma in più tranche, ma comporta degli interessi su queste dilazioni che la target paga ai vecchi soci.

## **Shareholder Loan**

Lo shareholder loan rappresenta le logiche analoghe a quelle del *vendor loan* ma su operazioni di debito e non di equity. Anche in questo caso il finanziamento dei soci che stanno liquidando le partecipazioni è soggetto ad interessi fruttiferi.