

MODALITA' di SODDISFACIMENTO delle esigenze finanziarie delle imprese

PROGRAMMA DEL CORSO:

Finanziamento (tramite intermediari e mercati)

- Gestione e copertura dei rischi
- Servizi di assistenza e consulenza finanziaria
- *Interventi sul capitale di rischio e finanza strutturata*
- Ruolo delle banche nella risoluzione delle crisi di impresa

Gli interventi sul capitale di rischio ed il supporto alle operazioni di finanza strutturata:

PROGRAMMA DEL CORSO:

- *l'acquisizione di partecipazioni bancarie nelle imprese: le banche italiane ed il mercato del controllo delle imprese;*
- *il ruolo dei fondi chiusi;*
- *le attività di private equity e venture capital in Italia: un'analisi delle principali forme di intervento (start up financing, LBO e MBO);*
- *il project finance.*

LBO, prestiti subordinati o mezzanine, prestiti partecipativi

- Costituiscono forme sofisticate di interventi di finanza straordinaria attinenti trasferimenti di proprietà (*LBO*) o utilizzo di strumenti di "near capital" (prestiti subordinati, partecipativi,..)
- Non costituiscono il tradizionale oggetto dell'attività delle banche; sono svolte da banche specializzate in operazioni di finanza straordinaria (*Mediobanca*, ecc.)

Mezzanine

- E' un finanziamento a medio termine integrativo e subordinato nel rimborso rispetto ad un finanziamento primario. A differenza di quest'ultimo, il mezzanine non è assistito da alcuna forma di garanzia specifica; inoltre, in caso di fallimento, pur avendo priorità nei confronti dei mezzi propri, ha una posizione subalterna rispetto a tutte le altre forme di indebitamento (come i prestiti subordinati).
- Tali strutture sostengono spesso le operazioni di *Leverage Buy Out (LBO)*
- Il rimborso è postergato rispetto al debito primario.
- La durata è lunga ed in genere c'è un periodo di pre-ammortamento
- I tassi di interesse sono particolarmente elevati, rispetto ad altre forme di finanziamento
- Anche in questo caso sono particolarmente importanti le capacità dell'azienda finanziata di generare flussi di cassa positivi

Le altre forme di finanziamento:
private equity (e venture capital),
project finance, consulenza, ecc

L'apporto di capitale azionario alle imprese

- In passato, Venture Capital indicava:
 - acquisizione da parte di operatori specializzati di partecipazioni temporanee e minoritarie di società non quotate e con alto potenziale di crescita.
- Oggi, l'ambito si è ampliato e si parla di **Private Equity**:
 - acquisizione di partecipazioni significative in un'ottica di medio-lungo termine finalizzato allo smobilizzo e al guadagno di *capital gains* e trasferimento di *know how*.

L'evoluzione del Private Equity/Venture Capital

- USA: prima società di investimento nel capitale di rischio American Research & Development (1946 Boston).
- UK: '800 gli Investment Trusts finanziano l'American Railways; Bank of England e alcune banche costituiscono 3i-Investing in Industry (1945)
- 1983: nasce a Bruxelles l'European Venture Capital Association (EVCA)

Il Private Equity/Venture Capital in Italia

- 1986 nasce AIFI - Associazione degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio
- Evoluzione del quadro normativo:
 - delibera CICR 1987 autorizza banche a costituire Società di Intermediazione Finanziaria (merchant banks)
 - Testo Unico Bancario (DLgs 385/93) consente alle banche di detenere direttamente partecipazioni in imprese non finanziarie (con alcuni limiti)
 - L344/93 regola l'istituzione dei fondi comuni mobiliari chiusi (successivamente regolati anche dal TUIF)

L'evoluzione del Private Equity Venture Capital in Italia

3 fasi:

1. sino alla seconda metà degli aa. '80:
prevalenza delle finanziarie private
2. dalla fine degli aa.'80 a metà aa.'90:
incremento della presenza di banche e loro
emanazioni
3. seconda metà aa.'90: primi fondi chiusi e
forte espansione degli operatori
internazionali

Le ragioni del Private Equity

Per la banca:

- possibilità di conseguire un utile (capital gain)
- tipologia estrema di Relationship Banking: conoscenza più approfondita della controparte e possibilità di migliorare la gestione del rischio di credito
- acquisizione informazioni su possibili nuovi clienti

Per l'impresa:

- reperimento capitale "paziente" in fasi critiche
- disporre di know how manageriale (anche per scelte di crescita esterna - M&A)
- consulenza su timing per quotazione in borsa
- miglioramento dell'immagine e dello standing creditizio

Il profilo delle imprese europee ventured backed

- Ad alto tasso di sviluppo (incr. ricavi annuo)
- Elevata crescita dell'occupazione (incr. tasso medio occupazione annuo)
- Ingenti investimenti (crescita annua)
- Strategie di gruppo a livello internazionale (incr. export annuo)

I rischi

Per la banca:

- illiquidità dell'attivo
- elevata variabilità del valore delle partecipazioni
- influenza sulla gestione del credito (ad es. la banca è costretta a prestare anche quando non vorrebbe)

Per l'impresa:

- non riservatezza delle informazioni (se un esponente della banca siede nel board)
- possibilità di monopolio da parte della banca

Le partecipazioni nelle imprese da parte delle banche

- Limite generale: partecipazioni+immobili \leq patrimonio vigilanza (PV) della banca
- Tot. Partecipazioni in soc. assicurative \leq 40%PV
- Limiti:
 - complessivo: Tot. Part /PV
 - concentrazione: Singola Part./PV e Singola Part/Cap Soc Società Partecipata

Le partecipazioni bancarie in imprese non finanziarie

Banca ordinaria - limiti quantitativi

Limiti relativi al:	Limiti di detenibilità con riferimento a:	
	singola partecipazione	Complesso delle partecipazioni
Capitale del partecipato (separatezza)	15%	--
Patrim. Vigil. Del partecipante	3% (concentrazione)	15% (1)

Banca abilitata – limiti quantitativi

Limiti Relativi al:	Limiti di detenibilità con riferimento a:	
	singola partecipazione	complesso delle partecipazioni
Capitale del partecipato (separatezza)	15% (2)	--
Patrim. Vigil. del partecipante	6% (concentrazione)	50% (1)

Banca specializzata - limiti quantitativi

Limiti Relativi al:	Limiti di detenibilità con riferimento a:	
	singola partecipazione	complesso delle partecipazioni
Capitale del partecipato (separatezza)	15% (2)	--
Patrim. Vigil. del partecipante	15% (2) (concentrazione)	60% (1) (partecipazioni qualificate)

(1) Almeno il 50% del plafond complessivo deve essere utilizzato per la acquisizione di partecipazioni in società quotate nei mercati regolamentati.

(2) Possono essere acquisite quote di capitale anche superiori a detto limite purché il valore della partecipazione sia contenuto entro l'ammontare del 2% del patrimonio di vigilanza del partecipante. Inoltre, anche la somma delle eccedenze rispetto al limite del 15% deve essere contenuta entro il 2% del patrimonio di vigilanza.

Fonte: Banca d'Italia, Istruzioni di vigilanza degli enti creditizi - Partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari, 102° aggiornamento, capitolo XVIII, giugno 1993

Le principali tipologie di investimento

- Finanziamento dell'avvio
- Finanziamento dello sviluppo
- Finanziamento del cambiamento



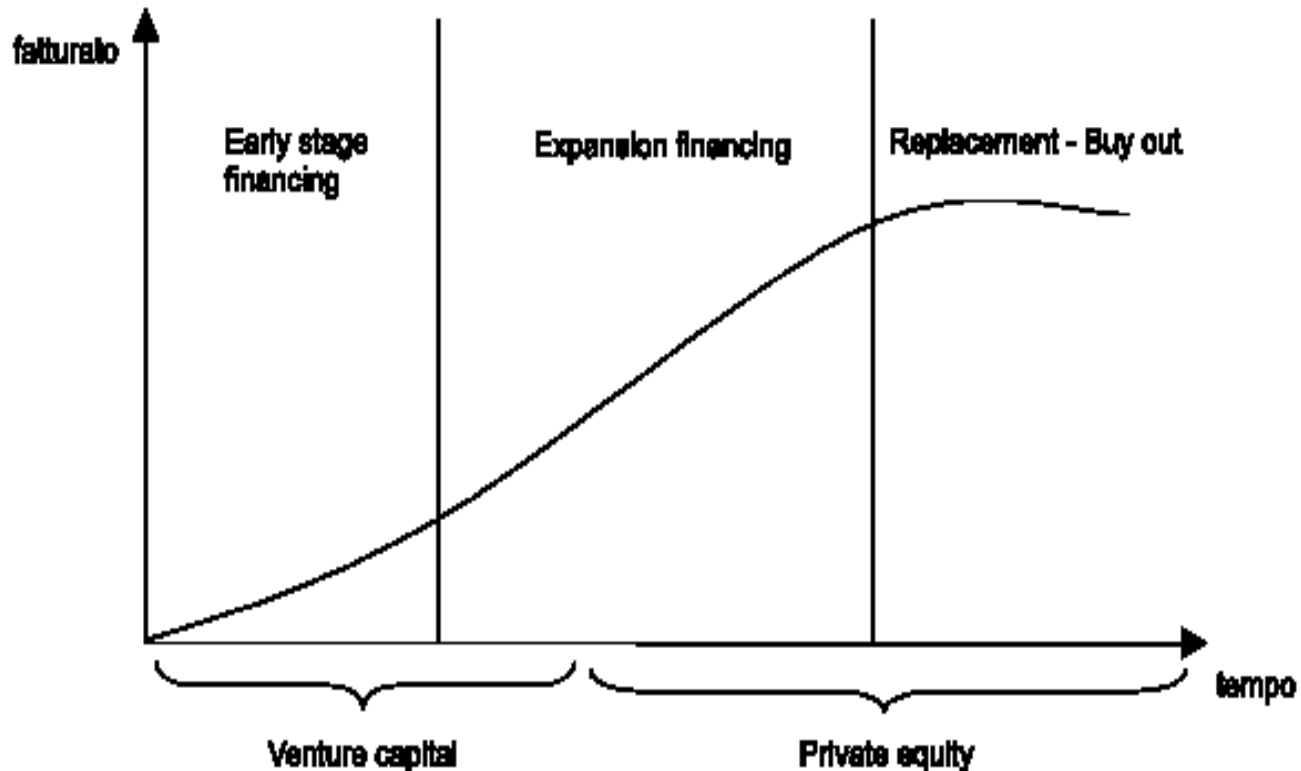
Venture capital



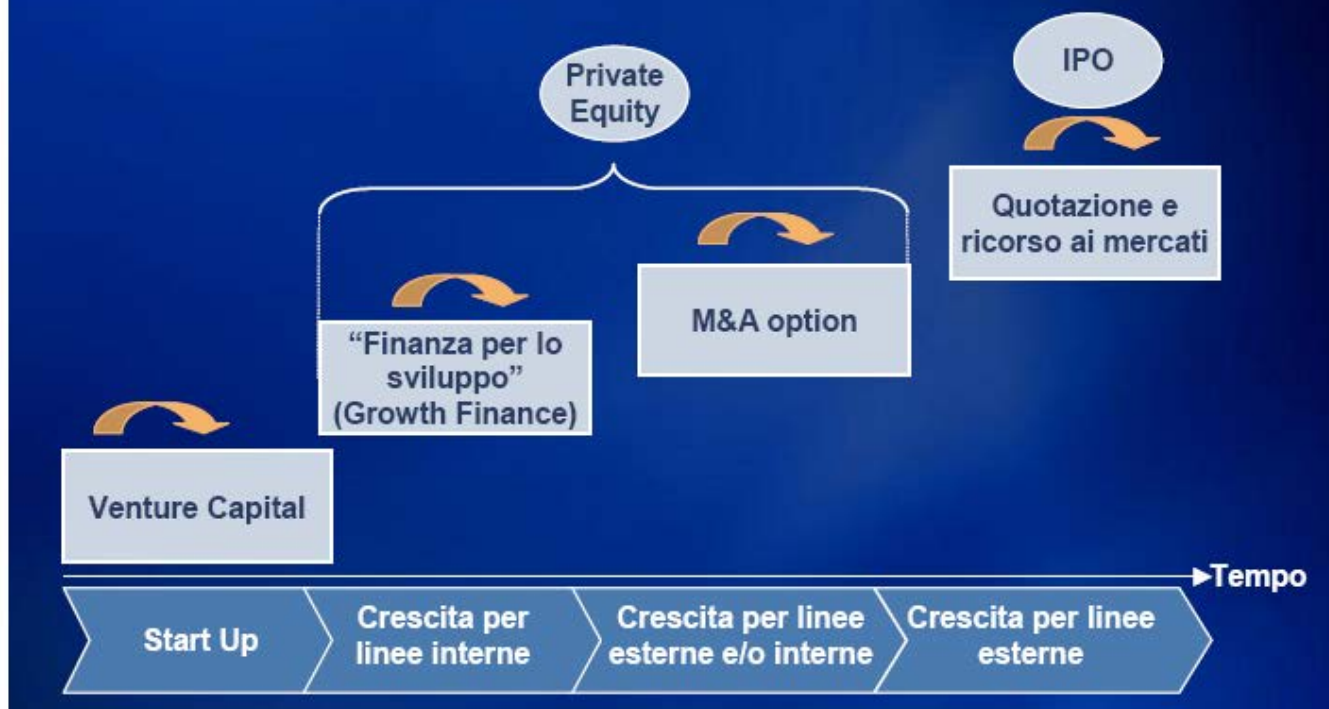
Private equity

Le principali tipologie di investimento

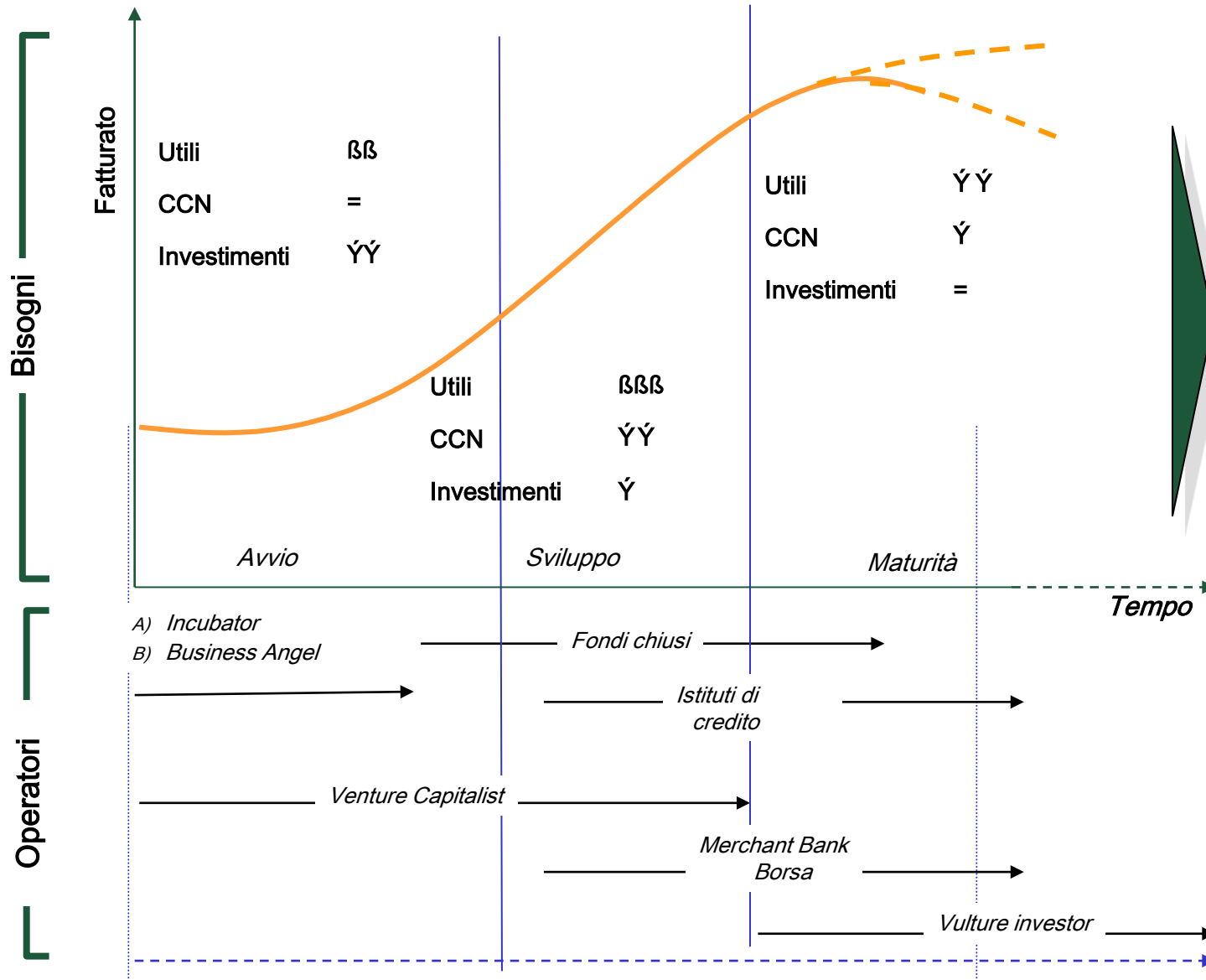
Tavola 1 • Ciclo di vita dell'impresa e tipologia d'intervento degli investitori istituzionali



Ciclo di sviluppo dell'impresa e fonti di reperimento del capitale



I bisogni finanziari e gli operatori



Fattori determinanti del Ciclo Finanziario

- Intensità di capitale
- Tasso di sviluppo delle vendite
- Capacità di autofinanziamento

Il ruolo delle banche

	<u>Tipologia</u>	<u>Caratteristiche (esemplificativo)</u>	
Interventi sui Tangible Assets	Equity	<ul style="list-style-type: none"> Intervento diretto: acquisizione di quote societarie Intervento indiretto: partecipazione a fondi chiusi 	Sviluppo, maturità
	Capitale Circolante	<ul style="list-style-type: none"> Finanziamenti a breve termine mediante apertura di credito per elasticità di cassa Smobilizzo dei crediti commerciali (sconto effetti, factoring, ...) 	Sviluppo, maturità
	Finanziamenti nel M/L periodo	<ul style="list-style-type: none"> Mutuo ipotecario Finanziamento su assets Finanziamenti agevolati per lo sviluppo 	Sviluppo, maturità
	Sponsor	<ul style="list-style-type: none"> Segue la società lungo l'iter della quotazione Sottoscrive e/o intermedia le azioni di nuova emissione 	Sviluppo, maturità
Interventi sugli Intangible Assets	Contributo Commerciale	<ul style="list-style-type: none"> Supporto nella ricerca di potenziali aderenti all'iniziativa Sinergie con altre iniziative in portafoglio 	Sviluppo
	Contributo di know how	<ul style="list-style-type: none"> Assistenza (reattiva e proattiva) al management team Partecipazione alla definizione delle linee guida operative (Governance) 	Sviluppo, maturità
	Global Coordinator	<ul style="list-style-type: none"> Attività di consulenza nella preparazione di offerta ed ammissione alla quotazione in borsa 	Sviluppo, maturità

Le fasi di avvio

- I passi principali per la **costituzione di un'impresa**:

1. cogliere l'opportunità
2. rifinire l'idea
3. proteggersi dall'imitazione
4. costruire la squadra
5. reperire i finanziamenti
6. realizzare lo start up
7. lanciare il prodotto

Finanziamento dell'avvio

Seed financing

1. esiste solo l'invenzione ma non il prodotto
2. rilevanza dell'apporto di know how specifico, tecnico e scientifico

Start up financing

- avvio dell'attività produttiva dopo la sperimentazione

First stage financing

- competenze più generiche

Finanziamento dello sviluppo

- Growth stage financing
- Development financing
- Expansion financing

Bisogni:

- crescita interna
- crescita esterna
- integrazione e sviluppo a rete
- bridge financing

Finanziamento del cambiamento

- **Replacement capital:** sostituzione di azionisti di minoranza (es. per ricambio generazionale)
- **Buy out:** sostituzione in toto della compagine azionaria
 - management buy out (manager interni)
 - management buy in (manager esterni)
 - employees/workers buy out
- **Turnaround financing**

Le caratteristiche del capitale per lo sviluppo nell'ottica dell'intermediario finanziario

- Tratti comuni:
 - elevata onerosità del processo di selezione e di definizione dell'investimento, scarse economie di scala o di scopo;
 - impegnativa e costante attività di monitoraggio;
 - orizzonte temporale di circa cinque anni; necessità di gestire un portafoglio partecipazioni;
 - instaurazione di un rapporto unico con l'impresa;
 - ampia volatilità del ritorno dell'investimento.

Le fasi del processo

- 1) Individuazione dell'azienda target
- 2) Analisi delle prospettive di sviluppo
- 3) Valutazione del prezzo di cessione
- 4) Regolamento dei rapporti tra l'azionista di maggioranza e quello di minoranza

1) Le caratteristiche dell'impresa target

Dipende dal tipo di intervento
(seed/development/replacement capital)

- prospettive di crescita dimensionale
- possibilità di realizzare acquisizioni strategiche di concorrenti
- appartenenza a settori in crescita
- possibilità di realizzare margini stabili e sostenuti
- struttura aziendale sufficientemente articolata
- (dimensione operativa e di struttura prospettica compatibile con l'ipotesi di quotazione)

2) Procedura negoziale

- Stipulazione di una lettera di intenti (*letter of agreement*), preliminare al contratto:
 - valutazione base del capitale economico
 - modalità svolgimento *due diligence*
 - concessione di esclusiva
 - patti parasociali (per rapporti tra soci)
 - durata e opzioni di uscita
 - principi di riservatezza

3) La valutazione del capitale economico

Valutazione del
complesso
aziendale

versus

Valutazione del
capitale economico

Utilizzo di metodi
finanziari

versus

Utilizzo di metodi
patrimoniali o di
altri metodi
(multipli)

Principali metodi di valutazione

- **finanziari**: approccio dell'investitore, attento ai flussi di cassa derivanti dall'investimento
- **reddituali**: valutano la capacità di reddito dell'impresa
- **patrimoniali**: valutano il prezzo di ricostituzione del patrimonio aziendale
- **multipli**: comparazione con società omogenee (limiti del concetto stesso di società omogenea)

Non si usa un solo metodo (almeno 2, uno principale e uno di controllo)

Metodo patrimoniale

- Valore patrimoniale: valore delle attività materiali e immateriali dell'impresa al netto delle passività
- magazzino: valore corrente
 - beni materiali: costo di sostituzione e stato d'uso
 - beni immateriali: valore di mercato se esiste prezzo di mercato, se no implicitamente nell'avviamento

Metodo finanziario- reddituale

- Il valore di un'attività è dato dal flusso di reddito che è in grado di produrre:
attualizzazione dei flussi di reddito ad un opportuno tasso di sconto
- metodo *forward looking*
- in ipotesi di costanza degli utili:

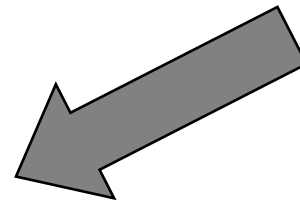
$$valore = \frac{utili}{k}$$

Problemi nella valutazione delle PMI a proprietà familiare

- contributo personale dell'imprenditore: ruolo manageriale insostituibile?
- commistione tra impresa e famiglia: apporti e sottrazioni difficilmente separabili
- trasparenza informativa e dei meccanismi operativi aziendali: pratiche di evasione/elusione

4) Il regolamento dei rapporti tra azionisti

- Definizione contrattuale delle modalità di smobilizzo per l'investitore:
 - quotazione sul mercato
 - fusione con altre aziende del settore
 - cessione a un altro intermediario o a un soggetto industriale
 - buy out/in (eventualmente *leveraged*)



Project finance (Finanza di progetto): definizioni

FINANZIAMENTO DI PROGETTI REALIZZATI ATTRAVERSO

- unità economica autonoma
- costituita per lo sviluppo di una specifica iniziativa a redditività differita
- contraddistinta da struttura dei finanziamenti complessa
- a fronte di garanzie sostanziali rappresentate dai flussi di cassa attesi (redditi attesi) dal progetto ed eventualmente dagli asset della società

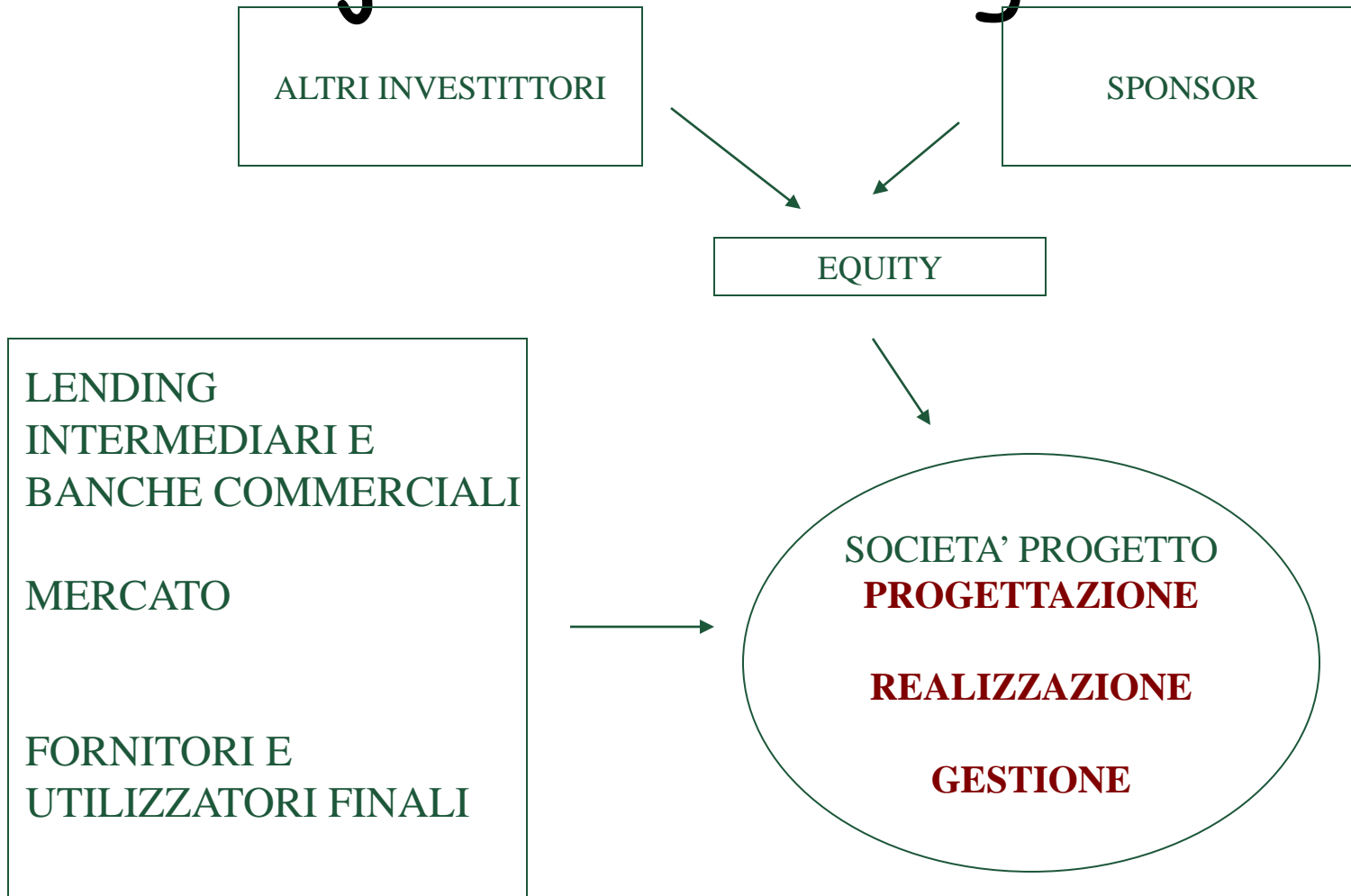
I soggetti coinvolti

- Project Sponsor: privato o pubblico
- Special Purpose Vehicle (SPV)
- Contractor: general e sub-contractors
- Operator
- Purchasers
- Suppliers
- Lending Banks e Banca Advisor

Il ruolo delle banche

- Lead arranger
- Co-arranger
- Lending banks
- Agent Banks

Project Financing: schema



Differenze tra project finance e corporate finance

	<u>Corporate Finance</u>	<u>Project Finance</u>
Garanzie	Patrimonio del prenditore	Assets del progetto
Effetto su elasticità fin.	Riduzione per prenditore	Assente
Variabili alla base dell'affidamento	Relazioni di clientela Patrimonio Redditività	Flussi di cassa futuri
Grado di leva	In funzione effetti sul bilancio prenditore	In funzione dei flussi di cassa del progetto

Finanza di progetto: obiettivi generali

- **ISOLARE IL RISCHIO DI CREDITO CONNESSO AL PROGETTO**
- **DISTINGUERE IL MERITO DI CREDITO DELLA SOCIETA' PROGETTO DA QUELLO DEGLI SPONSOR**

vantaggi ulteriori:

- accesso a fonti di credito o forme di garanzia non disponibili per lo sponsor
- possibilità di stipulare condizioni contrattuali migliori
- possibilità di operare con elevato leverage
- protezione di investimenti su mercati esteri attraverso joint ventures con partners internazionali

Fasi di un'operazione di project financing

LO SVILUPPO DEL PROGETTO SI ARTICOLA IN FASI DIFFERENTI CUI CORRISPONDONO:

1. CARATTERISTICHE DI RISCHIO DIVERSE
2. PROFILI DIVERSI DI FABBISOGNI E DI FLUSSI DI CASSA
3. STRUMENTI DI FINANZIAMENTO E TIPOLOGIE DI FINANZIATORI DIFFERENTI
 - A. PROGETTAZIONE E REALIZZAZIONE
 - B. OPERATIVITA' DEL PROGETTO

Le fasi logiche per la valutazione

VALUTAZIONE TECNICA DEI COSTI E DELLA FATTIBILITA' DEL PROGETTO

- costi di materie prime ed energia
- disponibilità di materie prime
- potenziale dei mercati di sbocco

PROIEZIONE FINANZIARIA DEL PROGETTO VALUTAZIONE DELLE RISORSE MANAGERIALI

- contractor
- operator

Valutazione dei rischi specifici del progetto

CARATTERISTICHE DELLA TECNOLOGIA COINVOLTA

- rischio di progettazione
- rischio di costruzione (ritardi nella consegna; superamento dei costi; sospensione dei lavori; fallimento del contractor)

FASE OPERATIVA

- rischio di approvvigionamento
- rischio di resa
- rischio di mercato (domanda)

AMBIENTE POLITICO

RISCHI DI ESPROPRIAZIONE/RISCHIO PAESE E RISCHIO SOVRANO

La struttura finanziaria

- AI FINI DEL RIMBORSO IL FOCUS E' PREVALENTEMENTE SUI FLUSSI DI CASSA ATTESI E IN VIA SECONDARIA SULL'ATTIVO DEL PROGETTO
- FLUSSI DI CASSA:
 - FASE DI PROGETTAZIONE
 - FASE OPERATIVA
- DIVIDENDI DEVONO GARANTIRE UN ADEGUATO IRR (internal rate of return) AGLI SPONSORS E AGLI INVESTITORI

La struttura finanziaria

LE TIPOLOGIE DI FINANZIAMENTO
UTILIZZATE DALLA SOCIETA' PROGETTO
POSSONO ESSERE SUDDIVISE IN:

- apporti di capitale e garanzie da parte degli sponsors (o degli investitori)
- finanziamenti tramite intermediari
- finanziamenti di mercato
- garanzie indirette da parte di fornitori e clienti

$FCO_t > DSt$

dove

- FCO_t = flusso di cassa operativo esercizio t
- DSt = servizio del debito esercizio t

Cover ratios

Debt service cover ratio

$$FCO_t / K_t + I_t + F_t$$

con K = capitale; I = interessi; F = fees

Loan life cover ratio

$$S (FCO) + R / O$$

con R = debt reserve; O= debito residuo

Finanziamenti da intermediari

- FINANZIAMENTI DI BANCHE COMMERCIALI
- CREDITI SINDACATI
- FORME DI COFINANCING CON ISTITUZIONI FINANZIARIE INTERNAZIONALI
- FORME DI EXPORT FINANCING

Finanziamenti di mercato

- STRUMENTI FINANZIARI A BREVE TERMINE
- COMMERCIAL PAPER
- PROGRAMMI ROLLOVER
- STRUTTURE RUF
- MERCATO OBBLIGAZIONARIO
- EUROBONDS
- COLLOCAMENTI PRIVATI
- OBBLIGAZIONI STRUTTURATE
- MEDIUM TERM NOTES
- ABSs E COLLATERALIZED BONDS

Le garanzie indirette

SONO NORMALMENTE ASSICURATE DA ACCORDI CONTRATTUALI CON FORNITORI E CLIENTI:

- **FORNITORI:**

- SUPPLY-OR-PAY E PUT-OR-PAY CONTRACTS
- IMPEGNO A FORNIRE PRODOTTI/MATERIALI/SERVIZI A UN DATO PREZZO ENTRO DETERMINATO ARCO TEMPORALE O A OTTENERLO DA ALTRE FONTI O, INFINE, A COPRIRE I COSTI IN ECCESSO PRESSO TERZO FORNITORE

- **CLIENTI UTILIZZATORI:**

- TAKE-AND-PAY E TAKE-OR-PAY CONTRACTS
- IMPEGNO (CONDIZIONATO O INCONDIZIONATO) AD ACQUISIRE IL BENE O SERVIZIO ENTRO UN DATO ARCO TEMPORALE

Riepilogo

La copertura del fabbisogno
e gli strumenti di finanziamento delle imprese

