Operazioni di finanza alternativa e indicatori aziendali rilevanti

Alessandro Germani
Dottore commercialista, Partner GDC Corporate & Tax

Con i termini "**finanza alternativa**" si intendono tutte quelle **forme di finanziamento differenti rispetto al tradizionale debito bancario**: ciò nella logica di superare il connotato tipicamente "bancocentrico" del sistema finanziario italiano.
Può essere utile soffermarsi sugli **indicatori aziendali** che vengono **comunemente utilizzati** in operazioni di finanza alternativa e sugli effetti che l'*invoice trading* con modalità di tipo *pro soluto* determina come miglioramento a livello di bilancio delle imprese.

Le forme di finanziamento che solitamente vengono indicate con l'espressione "**finanza alternativa**" possono essere rappresentate sia da ***equity***, sia da **debito**. In questo senso si può fare riferimento al cosiddetto "***private debt***", che prevede degli strumenti finanziari che vanno dal *minibond* a forme ibride ricomprendenti anche componenti di natura azionaria. Invece il ***private equity*** determina, in capo all'impresa, un apporto di *equity* in caso di operazioni di minoranza o di *equity* unitamente al debito in caso di operazioni di *leveraged buy out* (Lbo). Infine vi è l'opzione della **quotazione in borsa**, che spesso rappresenta un passaggio successivo rispetto alle prime due esperienze.

Con riferimento al breve termine, si stanno diffondendo sempre più le pratiche di ***invoice trading***, ovvero di **sconto fatture su piattaforme digitali**.

Le operazioni di *private equity*

In questi casi, l'impresa si finanzia ricorrendo all'intervento di un **fondo di *private equity***, che **determina generalmente la diluizione o l'uscita dal capitale dell'imprenditore originario**. Sotto questo profilo, è un'operazione che **può mettere in discussione il controllo societario** e, per tale motivo, spesso è vista con diffidenza dall'imprenditore. Tuttavia il *private equity* può **portare delle competenze sia industriali, sia finanziarie all'impresa**, permettendole uno **sviluppo molto più rapido**. Inoltre può essere un'opzione valida da percorrere quando vi sia un tema di **passaggio generazionale**, laddove l'imprenditore non abbia un discendente in grado di subentrare nella guida dell'impresa.

L'operazione di *private equity* può essere strutturata come **operazione di maggioranza o di minoranza**. Nel primo caso, il fondo acquisisce il controllo della società, talvolta anche integrale. Spesso il meccanismo viene regolato attraverso una **clausola di *earn out***, per cui l'imprenditore mantiene una determinata minoranza (per esempio, 20-30%) che gli verrà liquidata in un dato orizzonte temporale (per esempio, 2 anni) al raggiungimento di determinati risultati. Ciò consente di allineare gli interessi fra le parti, garantendo un passaggio di consegne più soft, in grado di remunerare, da un lato, il vecchio socio per la sua presenza prolungata e assicurando al fondo, dall'altro, il fatto che ciò che ha sborsato corrisponda a un'effettiva *sovraperformance* aziendale e dunque risulti giustificato.

L'operazione di maggioranza si sostanzia spesso in un **Lbo**, ovvero il fondo costituisce una *newco*, la finanzia a titolo di capitale di rischio e di debito, ricorrendo alle banche per il cd. "*acquisition financing*", e con quelle risorse acquisisce il controllo di una *target* mediante l'acquisto delle partecipazioni. Il passo succes-

sivo consiste nella fusione per incorporazione fra le due realtà (di tipo diretto se è la *newco* a incorporare la *target*, di tipo inverso nel caso opposto), per fare sì che vengano a coincidere il rimborso del debito con i flussi di cassa necessari al ripagamento dello stesso. Trattandosi di operazioni finalizzate ad assumere il controllo societario, spesso il fondo assume le redini dell'impresa nominando il Ceo (*Chief executive officer*) e il Cfo (*Chief financial officer*).

Una logica differente seguono le operazioni cosiddette di "***growth equity***", nelle quali il fondo entra in minoranza per accompagnare per un tratto l'impresa. Ma facendolo dal lato dell'*equity* e con il vincolo che il suo intervento sia di minoranza, ciò determina la necessità di individuare, da una parte, il valore dell'impresa e, dall'altra, la percentuale di intervento del fondo. Perché, se il valore dell'impresa risulta troppo contenuto e l'intervento ipotizzato elevato, ciò è in grado di determinare, in certi casi, il superamento della soglia del 49% e di vanificare la logica dell'operazione di minoranza. Si parla, in questi casi, di valore *pre money* e *post money*. Non essendo previsto il passaggio del controllo in capo al fondo, la conduzione aziendale resta saldamente in mano all'imprenditore. Tuttavia l'ingresso con una partecipazione rilevante garantisce al fondo di poter avere un certo peso nella *governance* aziendale. Si assiste, così, al suo ingresso nell'organo amministrativo, eventualmente mediante amministratori non esecutivi, e in quello di controllo, riservandosi spesso la nomina del presidente del collegio sindacale. Dovranno poi essere negoziate tutta una serie di clausole per stabilire le maggioranze richieste per il compimento di determinate operazioni, soprattutto quelle di tipo straordinario (fusioni, acquisizioni, scissioni) o di richiesta di nuova finanza. Un tema particolare e delicato è quello delle clausole di covendita (*drag along* e *tag along*), perché, da un lato, l'imprenditore in maggioranza non dovrà essere bloccato dal fondo in minoranza e, dall'altro, il fondo dovrà avere il diritto ad accodarsi all'imprenditore, se costui vende.

Le operazioni di *private debt*

Il fondo di *private debt* si sostanzia di fatto in un **finanziatore di debito**, **perfettamente alternativo alla banca** e quindi **non interessato a intervenire nella gestione attiva delle imprese. Non acquisendo quindi alcuna partecipazione nel capitale dell'impresa**, il fondo non imporrà esponenti nell'organo amministrativo della società finanziata. L'assenza di diluizione unitamente alla non ingerenza nella gestione di certo lo possono fare preferire all'imprenditore che non vuole, o quantomeno non è ancora pronto, a mettere in discussione il proprio controllo sulla società. D'altro canto, trattandosi di un mero finanziatore, **difficilmente il *private debt* potrà fornire quell'apporto attivo che invece può provenire dal *private equity***, quale fattore di accelerazione della crescita aziendale.

Esistono notevoli **differenze fra la banca e il *private debt***, benché si sia sempre in presenza di finanziatori di debito. Tradizionalmente, infatti, la stessa preferisce restare nell'alveo del finanziamento a breve termine. O comunque possono ravvisarsi delle difficoltà a finanziare l'impresa nel medio-lungo termine anche per via dei vincoli patrimoniali a cui la banca soggiace per via dei coefficienti di Basilea, che legano l'attività di credito ad adeguati requisiti in termini di patrimonio di vigilanza. Tuttavia non vi è dubbio che la banca resti il finanziatore tradizionale dell'impresa, dovendo essere chiaro che **lo sviluppo della finanza alternativa non può comportare la sostituzione della banca, ma solo l'offerta di una fonte alternativa di finanziamento, spesso complementare alla prima**. Quando si passa a ragionare in termini di finanziamento di esigenze di medio-lungo termine, aumenta la competizione, considerato che i fondi di *private debt* hanno alcune competenze specialistiche che li distinguono dalle banche, più abituate a ragionare secondo le logiche del credito a breve o a organizzare prestiti a lunga, anche sindacati, per grande imprese.

All'interno del *private debt* **le soluzioni pensate e offerte possono essere differenti in base alle caratteristiche delle imprese da finanziare**. Distinguiamo infatti la classica operazione di emissione di ***minibond*** rispetto alle **forme cosiddette "ibride"**, nelle quali, accanto alla

componente di debito, si affaccia anche quella di *equity*.

Il *minibond* consiste in una semplice emissione obbligazionaria, che viene effettuata dalla PMI e sottoscritta dal fondo. Sulla base dei dati attuali, il costo di questa operazione si aggira intorno al 5-6%, quindi superiore ma in piena competizione rispetto al costo del credito che può essere erogato dalla banca.

La finalità delle forme ibride è invece molto chiara, in quanto laddove si incrementa la componente di rischio, il finanziatore richiederà un extra rendimento, che è spesso garantito dalla presenza di elementi di *equity*. In tali circostanze, pertanto, potrà essere utilizzato il prestito mezzanino, che accanto a una componente classica di debito (con forme di rimborso *bullet* e pagamento di interessi in parte Pik – *Pay in kind*, cioè alla scadenza e quindi più rischiose)[1] prevede un *equity kicker* ovvero una componente azionaria. Questa si traduce spesso in un *warrant* non esercitabile, ma che incrementa il rendimento del fondo.

Nell'ambito delle forme ibride, abbiamo poi anche i prestiti obbligazionari convertibili (Poc), gli strumenti finanziari partecipativi e non (Sfp, Sfnp), le obbligazioni subordinate partecipative.

La quotazione in borsa

Nell'ambito di un progressivo acclimatamento riguardo alle fonti di finanza alternativa, la quotazione in borsa **può rappresentare lo stadio finale** rispetto a precedenti esperienze maturate col *private equity* o col *private debt*.

L'impresa infatti può, in prima battuta, sperimentare una forma alternativa rispetto al rapporto bancario tradizionale mediante l'emissione di un *minibond*.

Lo stadio successivo può essere rappresentato dall'ingresso nel capitale di un fondo di *private equity*.

A quel punto, forte delle esperienze in termini di *disclosure*, *governance* e *best practice* che l'ingresso dei fondi comporta, l'impresa potrebbe essere pronta per compiere il definitivo salto verso la quotazione in borsa.

Vi sono una serie di **vantaggi connessi alla quotazione**, quali il miglioramento della situazione finanziaria mediante il ribilanciamento fra *equity* e debito, la liquidabilità dell'investimento in presenza di un prezzo di mercato, il miglioramento dell'immagine e della reputazione, la capacità di attrarre risorse manageriali.

Esistono poi delle **modalità alternative** di quotazione in borsa, ovvero:

- l'**offerta pubblica di sottoscrizione** (Ops), che avviene attraverso un aumento di capitale *ad hoc* che comporta la diluizione del vecchio azionariato e l'ingresso di risorse nelle casse della società;
- l'**offerta pubblica di vendita** (Opv), che avviene attraverso la vendita dei vecchi soci a favore dei nuovi entranti, senza che la società possa beneficiare delle risorse;
- l'**offerta pubblica di vendita e sottoscrizione** (Opvs), che si sostanzia in un mix delle due precedenti.

Dal punto di vista del potenziale apprezzamento del mercato, l'opzione preferibile appare la prima, perché comporta un rafforzamento patrimoniale dell'impresa, senza che le risorse vengano distolte a favore dei vecchi soci.

L'Aim è attualmente il mercato dedicato alle Pmi, trattandosi di un Mtf (sistema multilaterale di negoziazione) che prevede requisiti semplificati quali il *flottante* del 10%, un solo bilancio certificato, l'adozione dei principi contabili italiani, internazionali o americani, l'offerta prevalentemente istituzionale composta da un minimo di cinque investitori istituzionali che coprono il 10% del *flottante*, il documento di ammissione, il sito *web* obbligatorio.

L'impresa che mira a soluzioni di *private equity* o di *private debt* deve essere in grado di

1. *Un finanziamento prevede una modalità di rimborso di tipo bullet quando lo stesso avverrà in un'unica soluzione o comunque per un importo cospicuo direttamente alla scadenza, il che chiaramente comporta un profilo di rischiosità maggiore rispetto all'ipotesi di rimborso con rate costanti nel tempo. Gli interessi sul debito possono poi essere corrisposti con modalità cash, ovvero alle varie scadenze, oppure con modalità Pik (Pay in kind), il che comporta la contabilizzazione degli stessi alle scadenze prestabilite, ma il loro pagamento avverrà direttamente alla scadenza; anche in questo secondo caso, chiaramente, il profilo di rischio appare maggiore.*

raggiungere risultati appetibili a livello sia economico, sia finanziario. E ciò tanto in chiave storica, quanto prospettica. Per inciso, queste considerazioni valgono anche per l'impresa interessata alla quotazione in borsa.

Gli indicatori di *performance* nella finanza alternativa

Nell'ambito delle varie opzioni di finanziamento passate in rassegna, tradizionalmente gli indicatori da tenere particolarmente in considerazione sono:

- l'**Ebitda** (*Earnings before interest taxes depreciation and amortization*);
- la **Pfn** (posizione finanziaria netta).

Il primo è un indicatore reddituale come differenza fra i ricavi e i costi caratteristici, escludendo l'area finanziaria, le imposte, gli ammortamenti e le svalutazioni. Per come è costruito, esso prescinde dalla politica degli ammortamenti e degli accantonamenti, che sono manovrabili dal *management* e assomiglia molto al flusso di cassa. Per questi motivi, è un indicatore particolarmente apprezzato dagli analisti finanziari.

La Pfn invece misura la differenza tra l'esposizione verso il sistema finanziario (banche e altri finanziatori) e la cassa attiva. Per come è congegnata, occorre fare attenzione al fatto che, per i soggetti che redigono i bilanci secondo i principi contabili nazionali, dovranno essere aggiunti anche i debiti per i *leasing*, che non sono contabilizzati nello stato patrimoniale. Altre voci critiche possono poi essere costituite da un eccessivo scaduto verso i fornitori, che in tal caso rappresenta una fonte di finanziamento impropria, nonché dal Tfr, la cui natura oscilla fra passività di funzionamento e di finanziamento, a seconda di come lo si voglia interpretare.

Le valutazioni nel *private equity*

Generalmente il fondo di *private equity* ricorre al metodo dei multipli per la valorizzazione dell'impresa *target*. Ciò quindi rileva in fase di ingresso del fondo, ai fini sia della diluizione dell'imprenditore in ipotesi di aumento di capitale, sia della vendita delle partecipazioni in caso di disimpegno parziale o totale dell'imprenditore stesso. Ma varrà anche in fase di *exit* del fondo per la determinazione del suo Irr (*internal rate of return*).

Ricorrendo quindi all'approccio *asset side*,[2] si avrà che:

$$\mathbf{EV = Ebitda * multiplo + Pfn}$$

dove EV corrisponde all'*equity value* ed è pari alla somma algebrica fra l'*enterprise value*, dato dal prodotto dell'Ebitda e del multiplo prescelto, e la posizione finanziaria netta.

Quindi la valorizzazione dell'impresa passerà attraverso un elevato livello di Ebitda, che dipende dalla *performance* aziendale, un elevato multiplo, che dipende dalle caratteristiche del settore (il lusso può pagare di più rispetto a settori tradizionali), e la Pfn, perché se l'impresa non è indebitata, ciò determinerà, a parità di condizioni, un miglioramento del suo *equity value*, mentre la presenza dell'indebitamento comporterà un suo peggioramento.

Le valutazioni nel *private debt*

Differente è la visione del *private debt*, il cui principale interesse, similmente alla banca, è quello di assicurarsi il pagamento degli interessi nel periodo di decorrenza del prestito e il totale rimborso del capitale. Quindi lo stesso **guarderà al *business plan* dell'impresa secondo una logica differente rispetto al *private equity***, non essendo interessato a fattori che incrementino l'*equity value* dell'impresa, ma piuttosto ad **assicurarsi il rimborso dei capitali concessi in prestito**.

Vi sono quindi alcuni indicatori di comune utilizzo per pesare la sostenibilità finanziaria del debito, peraltro spesso utilizzati anche come *covenants*. I più frequenti sono rappresentati nella *tabella 1*.

2. *La valutazione di un'azienda può essere fatta secondo un approccio di tipo asset side, oppure secondo un approccio di tipo equity side. Con la prospettiva asset side si stima il valore dell'equity in modo indiretto, valutando prima il capitale operativo dell'azienda e detraendo da esso la posizione finanziaria netta. Invece con la prospettiva equity side si stima il valore dell'equity in modo diretto. Teoricamente i due approcci dovrebbero portare al medesimo risultato, cosa che invece nella pratica non avviene.*

TABELLA 1 – I PRINCIPALI INDICATORI DELLE OPERAZIONI DI *PRIVATE DEBT*

***Leverage Ratio* (LR) =** Debito/Ebitda
Il rapporto mostra quanti anni occorrerebbero a una società per rimborsare il suo debito in base al livello attuale di Ebitda. Tale indicatore presenta alcuni difetti, in quanto è solo un'approssimazione del flusso di cassa e inoltre può sovrastimare la capacità di rimborso.
Genericamente si può affermare che:
› LR < 3: situazione di equilibrio;
› 3 < LR < 5: situazione di rischio moderato;
› LR > 5: situazione di elevato rischio.

***Gearing ratio* (GR) =** Debito/Patrimonio netto
Un valore elevato del rapporto indica un uso prevalente del debito rispetto al capitale di rischio: quanto più alto è il rapporto, tanto maggiore è il rischio percepito dal finanziatore. Genericamente si può affermare che:
› GR < 1,5: situazione di equilibrio;
› 1,5 < GR < 3: situazione di rischio moderato;
› GR > 5: situazione di elevato rischio.

***Debt Service Cover Ratio* (Dscr) =** *Cash flow* [1] disponibile per il ripagamento del debito/Quota capitale annua debito + Oneri finanziari
Il rapporto misura il flusso di cassa disponibile per ripagare capitale e interessi. Fornisce quindi un'indicazione della capacità del debitore di rimborsare il debito utilizzando la cassa generata internamente. Genericamente si può affermare che:
› Dscr > 2: situazione di equilibrio;
› 1,2 < Dscr < 1,5: situazione di rischio moderato;
› Dscr < 1: situazione di elevato rischio.

***Interest Cover Ratio* (Icr) =** Ebitda/Interessi passivi
Il rapporto rivela quante volte l'Ebitda copre il pagamento degli interessi. Il limite di questo indice è legato al fatto che l'Ebitda è solo una *proxy* del flusso di cassa e inoltre che, in aggiunta al fatto di ripagare gli interessi sul debito, l'azienda dovrà anche rimborsare il capitale, aspetto non incluso nell'Icr. Genericamente si può affermare che:
› Icr > 2: situazione di equilibrio;
› 1,2 < Icr < 1,5: situazione di rischio moderato;
› Icr < 1: situazione di elevato rischio.

[1] Esistono molteplici definizioni di flusso di cassa. Semplificando è possibile affermare che si deve partire dal risultato operativo, al netto delle imposte sul reddito operativo, e sommarvi i cosiddetti "costi non monetari", ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti, ovvero quei costi che non si tramutano in uscite monetarie. Successivamente occorre considerare le variazioni di capitale circolante netto, ovvero il delta fra i crediti e i debiti dell'attivo circolante, poi il contributo delle immobilizzazioni, relativo all'investimento o al disinvestimento delle stesse e infine i capitali permanenti, con l'accensione di mutui o il rimborso dei medesimi.

Operazioni di *invoice trading* nel breve termine

Accanto alle esigenze di finanziamento di medio-lungo termine, le imprese hanno costante **necessità di fonti a breve per finanziare il proprio capitale circolante.** In tali casi, rispetto alle classiche forme di smobilizzo bancario, si stanno sempre più affacciando forme alternative quali il cd. ***invoice trading***. Si tratta, in sostanza, di **cessioni di credito commerciale**, **spesso nella forma del *factoring*** (sia *pro soluto*, sia *pro solvendo*) con **modalità fortemente digitalizzate.** Si assiste infatti allo sviluppo di piattaforme *ad hoc* che consentono l'incontro delle aziende, bisognose di finanziamenti, e di privati o investitori istituzionali, che viceversa hanno la liquidità in eccesso da investire.

Dal lato delle imprese, il ricorso a queste forme *fintech* consente di velocizzare i tempi e le risposte, a fronte di un contenimento dei costi e alla scomparsa di quelli di natura fissa.

Sempre per quanto riguarda le imprese, è utile soffermarsi sulle specificità di queste forme di *factoring* dal punto di vista di bilancio.

A livello di indici di bilancio, operazioni di questo tipo si fanno preferire rispetto al classico anticipo bancario. In quel caso, infatti, il credito commerciale resta invariato, a fronte di un incremento della liquidità e di un pari incremento del debito bancario.

Di contro, nel caso di un'operazione di *factoring pro soluto*, il credito viene a essere smobilizzato a fronte di un introito di liquidità che contribuisce a migliorare anche la posizione finanziaria netta. Pertanto l'operazione determina la riduzione del credito commerciale, l'incremento delle disponibi-

lità liquide e il miglioramento della Pfn, contribuendo a migliorare il bilancio.

Riportiamo un esempio di tali effetti di bilancio.

DIFFERENZA TRA OPERAZIONI DI ANTICIPO BANCARIO E DI *INVOICE TRADING*

Situazione di partenza

Immaginiamo una situazione con crediti commerciali pari a 1.000, cassa zero e debito bancario di 500.

Attivo		Passivo	
Crediti	1.000	Debiti bancari	500
Cassa	0		

Anticipo fatture

In ipotesi di anticipo di fatture per 500, i crediti commerciali restano invariati a 1.000, la cassa si incrementa a 500 così come il debito bancario (la Pfn resta invariata e pari a 500).

Attivo		Passivo	
Crediti	1.000	Debiti bancari	1.000
Cassa	500		

Invoice trading

In caso di cessione *pro soluto* pari a 500, i crediti commerciali si riducono da 1.000 a 500, la cassa si incrementa a 500 e il debito bancario resta invariato (ma la Pfn migliora, in quanto si azzera rispetto al caso precedente).

Attivo		Passivo	
Crediti	500	Debiti bancari	500
Cassa	500		