
La valutazione delle imprese da parte di un investitore finanziario in una prospettiva dinamica

15° Forum sulla finanza di impresa
28 settembre 2023

Guido Tommei
Sviluppo Imprese Centro Italia SGR SPA

Summary

- La valutazione d'impresa è un **processo di stima** che mira a quantificare, **ad una certa data**, la **ricchezza attuale e potenziale** in mano alla proprietà
- Alla domanda: «*Qual è il valore dell'azienda in questo momento ?*» risponde la figura del **valutatore**
- Il valutatore può essere **parte interessata** dagli esiti della valutazione, o assumere una **posizione di neutralità**

Nella trattazione cercheremo di riflettere sulle caratteristiche dei diversi metodi di valutazione disponibili e di fornire una visione del processo di stima del capitale economico di un'impresa, secondo il punto di vista di un **investitore istituzionale**, più precisamente di un gestore di un **Fondo di Investimento Alternativo («FIA»)**.

Un investitore come SICI ha l'obiettivo di **effettuare investimenti diretti in imprese** (non quotate) **capaci di creare valore nel tempo in modo sostenibile**, tramite sottoscrizione di aumenti di capitale (o eventualmente di minibond anche convertibili) destinati a finanziare i **processi di sviluppo**. E' evidentemente parte interessata.

Lo strumento della «**valutazione**» va quindi interpretato alla luce di questo obiettivo e come vedremo può diventare uno strumento per il suo raggiungimento se viene utilizzato in un'ottica «**dinamica**», propria dell'impresa nel suo percorso di crescita.

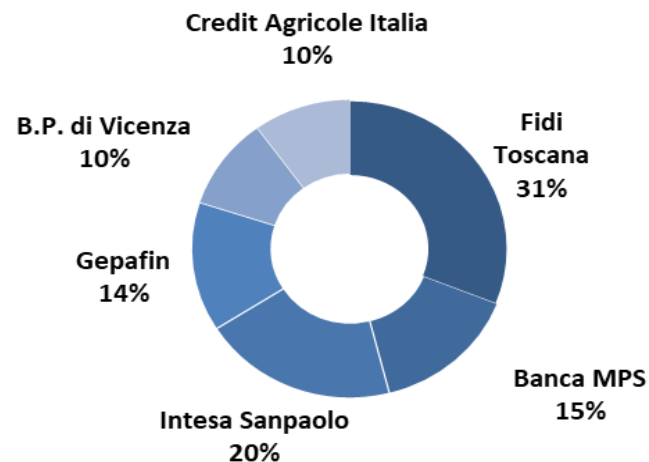
SICI SGR SPA

- **Sviluppo Imprese Centro Italia SGR SPA**, è stata costituita a Firenze nel 1998 ed è iscritta all'Albo dei Gestori di Fondi di Investimento Alternativi («FIA»).
- Il **capitale sociale** è composto dalle finanziarie regionali delle regioni Toscana e Umbria (rispettivamente Fidi Toscana e Gepafin) e da gruppi bancari di rilievo nazionale.
- SICI è un operatore di **Private Capital**, con focus sullo **sviluppo delle imprese**: nel segmento del **Private Equity** è attiva nei segmenti Expansion e Venture, nel **Private Debt** ha originato, strutturato e sottoscritto minibond, convertibili, cambiali finanziarie e short term.
- Al 30 Giugno 2023 SICI ha lanciato **5 fondi per un totale di 148 milioni di euro** di massa gestita. Ha effettuato **111 investimenti diretti in PMI e Mid-cap** ed ha in **portafoglio 28 investimenti attivi**. Dal 2020 una quota di risorse è destinata ad investimenti in minibond short-term.
- Le imprese in portafoglio occupano **circa 2.500 dipendenti**.
- Il territorio di riferimento sono le regioni del **Centro Italia** (Toscana, Umbria, Marche, Liguria, Emilia Romagna, Lazio, Abruzzo, Molise).

Partnership:

- Socio **AIFI – Associazione Italiana Fondi di Investimento**.
- Partner **ELITE - Borsa Italiana**.
- Accreditata presso **Fondo di Garanzia per le PMI**.
- Accreditata al **Fondo Rilancio Start Up – CDP Venture**.
- Accreditata presso **SACE**

COMPAGINE SOCIALI



TRACK RECORD

Fondo	Dotazione €/mln	Investimenti #	Disinvestimenti #
Centroinvest	38,8	12	8
Toscana Venture	50,0	21	17
Toscana Innovazione	24,8	17	11
Rilancio e Sviluppo	26,0	29	10
Umbria Ricerca e Innovazione	6,0	9	1
SICI SGR (quota risorse proprie)	2,0	23	19
Totale	147,6	111	66
Totale	145,6	88	47

IL MERCATO DI RIFERIMENTO – UNA VISIONE DI INSIEME

Finanza Alternativa



Private Capital

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale (*)
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity, debito</i>	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail e professionale</i>
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
<i>ICOs e token offerings</i>	<i>Token digitali</i>	Variabile	<i>Retail e professionale</i>
<i>Private equity e venture capital</i>	<i>Equity</i>	Medio, lungo termine	Professionale
Quotazione in Borsa (SME Growth Market)	<i>Equity</i>	Breve, medio, lungo termine	<i>Retail (sul secondario) e professionale</i>

SICI interviene a sostegno degli investimenti e dei progetti di crescita sostenibili
con lo strumento più adatto alle esigenze dell'impresa

Equity

Azioni, quote e, in generale, titoli rappresentativi di capitale di rischio della Società finanziata (aumenti di capitale).

Prestito Obbligazionario

Obbligazioni *Senior (secured e unsecured)*, emesse dalle Società finanziate (minibond a medio-lungo termine e short-term) e con una remunerazione fissa o variabile legata alle performance dell'impresa.

Prestito Obbligazionario Convertibile

Obbligazioni convertibili emesse dalle Società finanziate alle quali sono associati diritti di conversione, parziale o totale, in azioni o quote del capitale della Società stessa, a condizioni prefissate.

Cambiale Finanziaria

Strumento a medio termine (durata tra 12 e 36 mesi) destinato prevalentemente al finanziamento del circolante o di specifiche commesse.

LA VALUTAZIONE

Gli ambiti di applicazione della valutazione d'azienda - 1/2

- Le occasioni in cui si valuta l'azienda possono essere varie (transazioni, operazioni societarie straordinarie, aumenti di capitale, eventi legati al mercato borsistico, eventi giudiziari, ecc.) e diverse le finalità

GRUPPO 1

- Cessioni di azienda o di rami d'azienda
- Scissioni o scorpori
- IPO (Quotazione sul mercato borsistico)
- Cessione di quote sociali
- Recesso di uno o più soci
- O.P.A. /O.P.V. (Offerte Pubbliche di Acquisto/Vendita)
- L.B.O. (Leveraged Buy Out)
- Suddivisioni ereditarie
- Progetti di privatizzazione
- Ambiti Giudiziali / Arbitrali
- ...

GRUPPO 2

- Aumento di capitale sociale
- Ingresso di nuovi soci
- Apporto dell'azienda o conferimento
- Fusione tra aziende
- Emissione di Prestiti Obbl. Convertibili
- Richiesta di Finanziamenti a MLT
- Costituzione di garanzie
- ...

Gli ambiti di applicazione della valutazione d'azienda - 2/2

- Una delle caratteristiche che distingue il primo gruppo di eventi dal secondo consiste nella **tipologia di rapporto** che si genera tra le parti a valle dell'evento che richiede la determinazione del capitale economico dell'azienda
- Immaginiamo, ad esempio, i due casi simmetricamente opposti: la **determinazione del valore di recesso** finalizzato alla liquidazione di un socio e la **determinazione del c.d. Equity Value pre-money** finalizzato all'ingresso di un nuovo socio. E' opportuno adottare lo stesso approccio per determinare il valore di riferimento ?
- In relazione agli eventi del primo gruppo, possiamo affermare, in termini del tutto semplificatori, che dopo l'evento le parti «**si separano**». Si tratta solitamente **di eventi transattivi** nei quali una volta definito il valore dell'azienda, si procede con lo scambio (azienda vs. denaro, azienda vs. quote, azienda vs. diritti). Spesso la transazione si conclude al momento dell'esecuzione. Possono essere richiesti eventuali aggiustamenti del prezzo legati al verificarsi di determinati eventi futuri, ma questi, solitamente, rappresentano una quota marginale rispetto al valore della tranche principale.
- Al contrario, quando si verificano gli eventi del secondo gruppo, le parti coinvolte «**avviano rapporti di medio/lungo termine**» e l'operazione non si esaurisce in una transazione, ma questa **segna l'inizio di un percorso comune**. In altre parole, non può essere una «**scommessa**».

La valutazione come strumento di allineamento degli interessi 1/2

- In questa prospettiva, ecco che il **processo di valutazione** assume una valenza che va oltre l'esercizio teso a determinare in modo il più possibile razionale, dimostrabile e neutrale il valore di un'impresa.
- Esso rappresenta un momento nodale, un passaggio critico: gli **interessi** delle parti coinvolte possono **divergere**, creando dei conflitti che potrebbero avere negative implicazioni future; oppure, se opportunamente interpretata, **la valutazione può favorire la loro coesione e diventare uno strumento di allineamento dei relativi interessi.**
- Ne consegue che, quando ci troviamo di fronte ad operazioni che si sviluppano in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, è opportuno che il momento della valutazione non sia inteso come un evento singolare e circoscritto, ma sia utilizzato in un'ottica **dinamica, durante tutto il percorso di crescita dell'impresa per favorire il raggiungimento degli obiettivi comuni.**

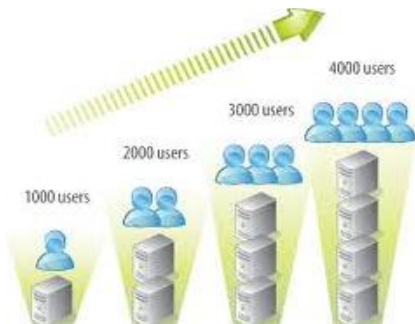
UN ESEMPIO CONCRETO:

- Nel corso di una trattativa avente ad oggetto un aumento di capitale destinato ad un fondo di investimento, può accadere che le parti (**i soci industriali e l'investitore finanziario entrante**) si «raffreddino» a causa di una **diversa percezione del valore** dell'azienda target. Questo aspetto può talvolta rappresentare un problema irrisolvibile (c.d. «deal break»). Viceversa, se introduciamo il concetto di **valore target** a fine piano, inquadrando l'operazione in una più ampia prospettiva temporale, esistono molti strumenti (quali, ad es., revisioni prezzo, POC, ...) che consentono, senza eluderlo, di rinviare il problema affrontandolo in modo dinamico, nel corso dell'orizzonte di piano.

- **L'allineamento degli interessi tra soci industriali e soci finanziari è uno degli ingredienti principali per il successo delle operazioni di investimento dei fondi nelle imprese.**
- Nel caso specifico in cui il valutatore sia un Investitore Finanziario, il processo di valutazione di un'impresa o di un complesso aziendale può avere finalità, obiettivi e metodologie specifiche, rispetto ad altre fattispecie (es. perizie di stima elaborate da un professionista incaricato dal Tribunale), in particolare:
- La valutazione sarà finalizzata al **perfezionamento di un'operazione straordinaria** (tipicamente operazioni sul capitale o transazioni di quote societarie e/o complessi aziendali)
- La valutazione che effettua un investitore può essere orientata alla «**dimostrazione**» e alla **giustificazione del prezzo** (o del range di prezzo) come base per le negoziazioni con l'imprenditore.

Le caratteristiche delle imprese target

Elementi distintivi delle Imprese ed il focus dell'Investitore Finanziario su alcuni aspetti qualitativi



Business scalabile

Forte orientamento alla produzione di valore aggiunto vs cassa



Brand\prodotto ben riconoscibile

Valorizzazione della storia dell'impresa



Integrabilità

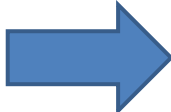
Elevata sinergia tra tradizione e nuovi modelli di business

Le caratteristiche delle imprese target

Elementi distintivi delle Imprese ed il focus dell'Investitore Finanziario su alcuni aspetti quantitativi



Fondamentali economici



Più elevati rispetto alla media settore



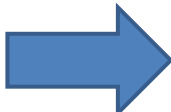
Trend



Possibilità di incidere su eventuali margini di miglioramento



Internazionalizzazione



Già avviata e con prospettive di crescita

Esistono 2 diversi approcci alla stima del Valore del Capitale Economico:

Approcci valutativi assoluti: METODI INDIRETTI

- Effettuano una valutazione delle condizioni di produzione presenti in azienda in un determinato momento sulla base di un modello razionale.
- Dipendono nella fondatezza dei risultati dalla validità delle informazioni e dell'analisi fondamentale che le seleziona e le organizza
- Si basano largamente sui flussi attesi nel medio-lungo termine ed esprimono risultati tendenzialmente stabili

**METODI BASATI
SUI FLUSSI**

**METODI REDDITUALI
METODI FINANZIARI**

**METODI BASATI SU
VALORI STOCK**

**METODO PATRIMONIALE
SEMPLICE/COMPLESSO**

**METODI MISTI
PATR-REDDITUALI**

**METODO DEL VALORE MEDIO,
METODO E.V.A.**

Approcci valutativi relativi: METODI DIRETTI

- I metodi relativi (o DIRETTI) stimano il valore dell'azienda partendo dai prezzi di mercato e determinano in modo sintetico il valore dell'impresa
- Sono basati su moltiplicatori, in generale derivanti dal rapporto tra un prezzo ed un parametro di performance
- Contengono sia valori razionali (le performance) che elementi di efficienza dei mercati

METODO DEI PREZZI DI BORSA

METODO DEI MULTIPLI

METODO DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI

Le principali famiglie di metodi di valutazione : alcuni interrogativi

- **I metodi patrimoniali**, privilegiano la consistenza degli asset di un'azienda, ma non riescono ad incorporare il suo potenziale prospettico: possono essere considerati esaustivi ?
- **I metodi basati sui flussi**, reddituali o finanziari, sono fondati su attese incerte per definizione: quale validità possono avere, se pensiamo alla possibilità che tali previsioni non trovino realizzazione, o che la trovino per entità e tempistiche diverse rispetto alle ipotesi iniziali ?
- **I metodi basati sui multipli** (asset side / equity side), nella loro sinteticità, possono essere considerati sufficientemente rappresentativi di un'entità complessa come l'impresa, e in che misura risultano adatti a quantificare il suo capitale economico in una prospettiva di medio-lungo periodo ?
- Tali riflessioni possono apparire banali. Nella prassi quotidiana tuttavia esprimono interrogativi largamente condivisi dalle parti coinvolte in un processo di valutazione finalizzato ad un'operazione concreta, quali soci, investitori, advisor, professionisti, che si pongano nell'ottica di giungere ad un risultato equilibrato e comprensibile.

Ulteriori conclusioni e spunti operativi

- La risposta alla domanda «quanto vale un azienda oggi» può a questo punto, nell'ottica di un investitore finanziario, diventare un «falso problema», se inquadrato in un'ottica dinamica:
- **Non si tratta più di negoziare o di discutere un valore, bensì di condividere un percorso ed una valutazione target, le sue modalità di raggiungimento**
- ... e definire un metodo di equa **ripartizione del valore creato al termine del percorso**, non solo all'inizio, anche in relazione alla tipologia di operazione, alle caratteristiche soggettive e agli obiettivi delle parti coinvolte

...altre considerazioni....

- **L'investitore finanziario, in qualità di soggetto non direttamente coinvolto nella gestione del progetto di impresa, valuta l'opportunità di investimento, ed il valore dell'azienda in base ai dati economici prospettici ma:**
 - 1) il BP può essere credibile e sostenibile ma pur sempre soggettivo e sottoposto a forte aleatorietà;
 - 2) non può non essere oggetto di variazioni in corso d'opera

- **L'obiettivo temporale dell'investitore è sempre di medio periodo (5/7 anni):**
 - 1) Nel periodo considerato non sarà mai possibile esprimere la concreta valorizzazione di alcuni asset in particolare quelli intangibili
 - 2) Nel periodo possono subentrare modifiche del mercato di riferimento con conseguente revisione delle strategie e degli obiettivi dell'impresa
 - 3) E' sostanzialmente un periodo molto più breve rispetto a quello in cui l'imprenditore ipotizza di massimizzare la generazione di valore

- **La divergenza nella visione del valore di impresa tra imprenditore e investitore dipende da una molteplicità di fattori:**
 - 1) L'apporto di finanza alternativa sconta sempre il confronto con il credito bancario
 - 2) La generazione di valore è strettamente dipendente dalle capacità dell'imprenditore e non solo dalla massa di risorse finanziarie investite

Oltre la valutazione: monitorare i KPI alla base del Valore 1/2

- Nel momento in cui l'investitore entra in un'impresa, ovviamente è importante il valore di ingresso frutto della valutazione iniziale, ma dovrà sempre avere a mente il proprio obiettivo di rendimento e quindi il **valore target**, e cioè **il valore atteso al momento del disinvestimento**. Infatti se al momento della stima l'investitore acquisisce una quota dell'azienda sulla base anche di una valutazione prospettica fondata sul business plan, al momento dell'uscita, quando siederà dalla parte del venditore, chi compra a sua volta andrà a valutare l'azienda con una logica che probabilmente includerà una valutazione anche di tipo prospettico.
- Nel nostro percorso, sarà quindi necessario monitorare non solo i parametri ai quali è stato convenzionalmente associata la misurazione del valore aziendale e che danno luogo agli «aggiustamenti» tra soci, necessari a mantenere equilibrio ed allineamento di interessi, ma sarà necessario anche **monitorare l'andamento degli indicatori associati ai driver di creazione di valore nel medio-lungo termine**, diversi per ogni azienda/settore, ecc. e che ci condurranno al raggiungimento degli obiettivi quantitativi del Business Plan.

Oltre la valutazione: monitorare i KPI alla base del Valore 2/2

- Tali parametri saranno non solo quantitativi (anche se sarebbe preferibile: «*tutto ciò che è misurabile è migliorabile*»)
- Esempi di **parametri quantitativi**: l'ampiezza del backlog ordini, la quota di export, il numero di mercati esteri presidiati, lo sviluppo di nuovi prodotti, il numero di negozi di una rete di vendita, l'acquisizione di una customer base attiva, il suo tasso di retention.
- Esempi di **parametri qualitativi**: una governance efficiente, una gestione managerializzata che non sia di emanazione solo «familiare», l'introduzione di un ERP gestionale, ecc.
- ESEMPIO: un'impresa tradizionale avrà lo stesso set di KPI rispetto ad una start-up innovativa ?
- Tutti questi elementi di valore possono anche sfuggire ai tradizionali metodi di valutazione, eppure sono i driver che consentiranno all'azienda di performare e di «**creare valore**», basti pensare al Modello Porteriano di Valutazione Strategica d'impresa, e che il valutatore dovrebbe opportunamente considerare.
- **Ecco che, nel percorso che le parti si accingono ad intraprendere, quando effettuano un'operazione di medio lungo termine, la revisione del Prezzo/ Valore può anche essere agganciata al monitoraggio dei driver di creazione di valore.**
- **In questo procedimento, assume una grande importanza loro identificazione anche nel business plan.**

Le condizioni di way out come strumento di allineamento degli interessi

Oltre alle modalità di controllo del percorso di creazione di valore a favore di imprenditori e investitori, e a conferma che la valutazione del capitale economico in fase di ingresso di un fondo esistono una serie di strumenti per allineare le attese di rendimento in fase di way out.

- **Drag along** (diritto di trascinamento): nel caso il socio imprenditore di maggioranza riceva un'offerta da un terzo per la propria quota (o parte di essa) ha diritto di imporre la cessione anche della quota di minoranza del socio investitore a condizione che sia garantito un rendimento predeterminato tra le parti;
- Clausole di **exit ratchet** : al superamento di un IRR prefissato in sede di dismissione le proporzioni della partecipazione vengono idealmente riallocate tra socio imprenditore e socio finanziatore sulla base di un prezzo prestabilito (ad es. valore nominale) in maniera tale che il socio imprenditore incrementa la propria partecipazione finale quale premio per la performance realizzata
....oppure....
riconoscimento al socio imprenditore di una parte del prezzo superiore ad un certo IRR con una certa "scalettatura";
- Clausole di **earn out**: ritorno all'investitore di parte della plusvalenza realizzata dal socio industriale qualora abbia esercitato opzioni di acquisto e nell'arco di un periodo di tempo predefinito ceda parte della partecipazione realizzando una «speculazione» rispetto al costo di acquisto;

- In conclusione, l'utilizzo degli strumenti di valutazione da parte di un investitore finanziario non può limitarsi alla determinazione del valore al momento dell'ingresso in un'impresa, in modo «statico»
- Esso può diventare uno strumento importante per gestire rapporti tra i soci, se utilizzato in modo dinamico lungo tutta la durata dell'investimento.
- Può indirizzare le loro azioni verso il raggiungimento degli «obiettivi comuni» di crescita del valore dell'impresa a fine piano, mantenendo un corretto equilibrio tra le parti, che consenta poi una equa ripartizione del valore creato tra i diversi soggetti ed in ragione dei rispettivi contributi alla crescita.

Sviluppo Imprese Centro Italia SGR S.p.A.

Viale Giuseppe Mazzini, 46

50132 – Firenze

Tel. 055-200751 - **Fax** 055-2007597 – **E-mail** info@fondisici.it

Web <http://www.fondisici.it>