



# Riassunti finanza aziendale corso progredito

Finanza Aziendale (Università di Pisa)

# **Riassunti finanza aziendale corso progredito**

## **Finanza aziendale e mercati finanziari**

**Prof: Giovanna Mariani**

**Anno Accademico: 2015/2016**

## **Business Plan**

This document is available free of charge on



Downloaded by Scorpion 00 (tavolettadilegno@gmail.com)

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

**Business Plan:** documento che motiva, analizza, valuta e riassume l'attività imprenditoriale che si vuole intraprendere (nel caso di impresa non esistente) oppure lo sviluppo che si intende imprimere ad un'impresa già esistente (M&A, turnaround, IPO).

- Motiva: l'idea imprenditoriale deve risultare fattibile sotto 4 profili:
  - Imprenditoriale; ○ Esterno; ○ Interno; ○ Patrimoniale ed economico - finanziario. □ Analizza: l'idea deve essere analizzata a 360°.
- Valuta: l'idea deve essere valutata attraverso l'acquisizione, l'elaborazione e l'interpretazione dei dati. □ Riassume: l'idea deve essere integralmente riassunta nel BP.

Per realizzare un buon BP sono necessari:

- Impegno in termini di tempo e risorse;
- Ruolo attivo del soggetto decisionale nella stesura del BP;
- Capacità di estraniarsi dal progetto e porsi in condizioni di completa neutralità; □ Motivare le scelte coinvolgere il personale.

Si deve considerare che:

- L'arco temporale considerato deve essere almeno pari a quello necessario per superare in modo non occasionale il Break Even Point.
- Il documento deve fornire dati quantitativi partendo da un'analisi qualitativa.
- Il documento deve essere sintetico ed esauriente.
- Attraverso il BP si deve fornire ad eventuali terzi finanziatori informazioni quali – quantitative riguardanti il progetto, al fine di permettere un'adeguata valutazione.
- Il documento non può essere considerato certo in quanto risente:
  - Di soggettività;
  - Dell'impossibilità oggettiva di identificare con sicurezza i valori che risentono di fattori micro e macroeconomici.

Le **motivazioni che giustificano la stesura del BP** sono riconducibili:

1. Alla necessità di una cultura di autovalutazione (Van e Tir presentano obiettivi limiti per valutare progetti innovativi);
2. Alla tendenza a non quantificare il fabbisogno finanziario complessivo originato dall'investimento, ma solo quello ascrivibile agli investimenti fissi.
3. Al fatto che il BP:
  - Consente di ottenere una visuale più ampia dell'investimento in termini finanziari e per quello che concerne i possibili mutamenti che si dovessero rendere necessari all'interno dell'azienda;
  - Costringe il soggetto decisionale ad interessarsi anche di tematiche meno conosciute; ○ Individua i fabbisogni finanziari che l'investimento può generare anche in aree lontane dal business principale;
  - Indica il rischio dell'investimento; ○ Non richiede una cultura matematico - finanziaria particolare.

Per quanto riguarda le **finalità** del BP, si deve distinguere tra:

1. Piano interno;
2. Piano esterno;
3. Piano strategico;
4. Piano conoscitivo.

Sul piano interno, il BP è uno strumento di:

- Analisi e valutazione:
  - Analizza tutte le attività necessarie per la realizzazione del progetto ed eventuali difficoltà;
  - Stima possibili interventi di adattamento; ○ Evidenza punti di forza e di debolezza; ○ Induce ad un orientamento unitario dell'impresa.
- Pianificazione:
  - Permette di organizzare i lavori e definire lo scheduling delle attività.

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Controllo: ○ Analizza e valuta gli scostamenti tra stime previsionali e risultati effettivi; ○ Stima in anticipo eventuali azioni correttive.

Sul piano esterno, il BP è uno strumento di:

- Conoscenza ed informazione per tutti gli stakeholder (finanziatori, fornitori, clienti, personale, incubatori e parchi scientifici):
  - Incubatori - parchi scientifici: soggetti che forniscono sostegno alle nuove imprese per la formulazione delle pratiche per l'accesso ai finanziamenti pubblici) □ Comunicazione con gli enti finanziatori.

Sul piano strategico, il BP è uno strumento di:

- Condivisione delle scelte da parte di chi in azienda vive, per diffondere motivazione e fiducia; □ Comunicazione con soggetti esterni alla compagine aziendale.

Sul piano conoscitivo, il BP è uno strumento di:

- Valutazione della capacità di credito dell'impresa sul medio – lungo termine da parte del finanziatore. Più in particolare, permette di:
  - Conoscere i fabbisogni che si creano a livello d'impresa; ○ Conoscere i ritorni finanziari attendibili dal progetto; ○ Definire la capacità dell'impresa di generare flussi; ○ Conoscere il livello di rischio.

### Finanziatori:

- Coloro che apportano capitale di rischio; □ Coloro che apportano capitale di debito.

Nel primo gruppo troviamo:

- Venture Capitalist: intermediari strutturali che investono cifre superiori ad un milione di euro (durata dell'investimento: 5 - 6 anni).
- Business Angels: soggetti privati che investono cifre comprese tra 300.000 e 500.000 euro. Possono essere sia conosciuti (angeli attivi) che sconosciuti (angeli passivi) sul mercato.
- Merchant Banks (o banche d'affari): istituti di credito che non permettono depositi ma offrono servizi di consulenza alle società e gestiscono i grandi patrimoni privati. Possono sottoscrivere partecipazioni in fasi meno rischiose: quando il BEP è stato raggiunto, lancio di un nuovo prodotto, operazioni di management by in – by out. □ Operatori internazionali:
  - Fondi sovrani; ○ Fondi internazionali; ○ Fondi misti; ○ Fondi nazionali.

Tali operatori sono nati nei paesi caratterizzati da un elevato surplus della bilancia dei pagamenti.

- Gruppi industriali (corporate venturing): grandi aziende interessate alla diversificazione, all'acquisizione di nuove tecnologie e all'integrazione commerciale.
- Fondi chiusi di diritto italiano: fondi che investono in beni caratterizzati da un elevato grado di immobilizzo e per i quali i partecipanti possono chiedere il rimborso delle quote solo a scadenze prestabilite.
- Operatori pubblici.

Nel secondo gruppo troviamo:

- Banche e società finanziarie: soggetti che concedono finanziamenti in cambio di una remunerazione (tasso di interesse).

Il BP è **redatto** dall'imprenditore o dal team imprenditoriale. Ci si può avvalere anche dell'aiuto di consulenti esterni. Tuttavia, è fondamentale che tali ruoli rimangano solo di supporto. Infatti, i consulenti esterni possono osservare con maggiore lucidità e cogliere aspetti sottovalutati, eliminando il coinvolgimento emotivo dell'imprenditore.

Il BP risulta composto da 4 **parti**:

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- **Copertina:** parte che completa il documento e che fornisce il primo impatto al lettore. Deve fornire indicazioni indispensabili sull'impresa (nome e logo) e sulla persona referente (nome, telefono, email).
- **Indice dei contenuti:** dà un'idea sui contenuti dell'intero progetto e consente di accedere facilmente alle sezioni del documento.
- **Documento in sé:**
- **Appendici:** parte finale che consente al lettore di ripercorrere in modo sintetico il documento. Devono riportare ulteriori dettagli per un'analisi più specifica: cv dei promotori, accordi di riservatezza, descrizione dei fornitori, informazioni finanziarie.

Il BP valuta:

- Fattibilità imprenditoriale;
- Fattibilità in relazione all'ambiente esterno;
- Fattibilità sul piano interno;
- Fattibilità patrimoniale ed economico - finanziaria.

**Step di costruzione del BP:**

1. **Executive summary:** descrizione sintetica del progetto e degli obiettivi perseguiti (caratteristiche del prodotto/servizio, obiettivi dell'azienda, caratteristiche dell'imprenditore e degli uomini chiave). In questa fase l'interlocutore potrebbe già elaborare un giudizio preliminare. Deve essere sviluppata in non più di 2 – 3 pagine con linguaggio semplice e non banale. Pur essendo la prima parte, conviene farla a pianificazione conclusa.
2. **Analisi del mercato di riferimento.**
3. **Piani operativi:** ○ Piani tecnico - produttivi; ○ Piani di commercializzazione e di comunicazione; ○ Piano organizzativo.
4. **Quantificazione dei costi (di struttura e di funzionamento).**
5. **Definizione del prezzo di vendita e stima del fatturato previsto.**
6. **Previsioni economico - finanziarie:** ○ Bilanci previsionali ed analisi con indici;
  - Dinamica finanziaria; ○ Break Even Point.
7. **Costruzione del profilo finanziario dell'investimento, con indicazione del fabbisogno finanziario** Scelta delle modalità di copertura

**Executive Summary:** descrizione sintetica del progetto e degli obiettivi perseguiti.

- Le caratteristiche fondamentali del progetto sono:
  - Punti di forza;
  - Competenze/professionalità posseduta dall'impresa per gestire al meglio il progetto o dove essa ritiene di attingere per colmare eventuali competenze/professionalità mancanti.
- I possibili obiettivi perseguiti sono:
  - Crescita/mantenimento della quota di mercato; ○ Miglioramento della situazione reddituale; ○ Miglioramento dell'immagine aziendale; ○ Contrastare efficacemente la concorrenza.

Le fasi principali **dell'analisi del mercato di riferimento** sono:

- Individuazione dei bisogni che il prodotto/servizio è in grado di soddisfare: in alcune occasioni si deve individuare il bisogno, in altre crearlo (risvegliare un bisogno latente).
- Analisi del settore di appartenenza dell'azienda/prodotto.
- Analisi interna dell'azienda (se già operante).

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Identificazione del prodotto.
- Individuazione del mercato di riferimento.
- Scelta delle basi per la segmentazione del mercato (variabili demografiche, reddituali e geografiche, fattori socio - psicologici).
- Stima del mercato obiettivo.
- Analisi della concorrenza, attuale e potenziale e difficoltà di penetrazione nel mercato: è necessario mappare lo schema concorrenziale attraverso le matrici S→OT. Si deve considerare anche l'eventuale aggressività delle leader presenti sul mercato da tempo e non sottovalutare le politiche di reazione.
- Evidenziazione dei principali vantaggi competitivi e conservabilità nel tempo degli stessi.
- Scelta degli attributi distintivi
- Percentuale di penetrazione nel mercato (il tasso di penetrazione è pari al rapporto tra gli acquirenti di una determinata marca e il numero complessivo degli acquirenti di quel prodotto). □ Stima del potenziale di vendita.

Per completare il secondo step, è necessario compiere le seguenti analisi:

- **Analisi del settore;**
- **Analisi della domanda;**
- **Analisi dell'offerta;**
- **Analisi dell'impresa;** □ **Analisi della tecnologia;** □ **Analisi degli obiettivi.**

Per quanto riguarda il **settore**, sono analizzati i seguenti elementi:

- **Connotazione del settore:**
  - Prospettive di sviluppo; ○ Barriere di entrata o di uscita; ○ Presenza di economie di scala; ○ Problemi di approvvigionamento; ○ Profittabilità del settore.
- **Distribuzione del territorio:** ○ Aziende del settore con i loro servizi, distribuite per aree geo - economiche; ○ Normativa esistente e relative opportunità a livello nazionale e comunitario.
- **Concorrenza nel sistema:** ○ Andamento storico a livello economico, culturale, politico e demografico; ○ Proiezioni sul settore; ○ Know - how necessario e brevetti esistenti.

Per quanto riguarda la **domanda**, sono analizzati i seguenti elementi:

- **Prodotto:**
  - Andamento storico e posizionamento prodotto; ○ Trend delle vendite e prospettive future.
- **Cliente:**
  - Segmentazione dei consumatori; ○ Dimensione della clientela; ○ Comportamento di acquisto; ○ Canali di distribuzione.
- **Politiche di pricing:**
  - Sensibilità della domanda al prezzo; ○ Politiche di pricing delle concorrenti.

Per quanto riguarda l'**offerta**, sono analizzati i seguenti elementi:

- **Concorrenza:**
  - Mappatura delle imprese; ○ Strategie della leader; ○ Concentrazione; ○ Tasso di natalità/mortalità; ○

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

Sistema distributivo attuale e potenziale.

- **Fattori critici:**
  - Esistenza di prodotti sostitutivi e della possibilità di differenziare il prodotto;
  - Pianificazione di nuove strategie di settore.

Per quanto riguarda l'**impresa**, sono analizzati i seguenti elementi:

- **Struttura:**
  - Trend storici dei risultati e previsioni;
  - Efficienza produttiva;
  - Costi fissi e variabili;
  - Indici.
- **Leve strategiche:**
  - Fattori di forza, criticità, opportunità e minacce (mappa di posizionamento e matrice SWOT);
  - Requisiti competitivi;
  - Diversificazioni esistenti e future.

Per quanto riguarda la **tecnologia**, viene analizzato il seguente elemento:

- **Innovazione e struttura industriale:**
  - Strategie innovative delle aziende leader;
  - Tipologia dei bisogni e dei relativi servizi offerti dal settore;
  - Trend evolutivo della concorrenza;
  - Possibilità di differenziare.

Infine, per quanto riguarda gli **obiettivi**, sono condotte:

- **Analisi generale:**
  - Prospettive e fattori di sviluppo.
- **Analisi sulle previsioni di investimento:**
  - Esistenza di rapporti con terzi finanziatori e trattative possibili;
  - Capacità produttiva esistente;
  - Possibilità/necessità di aumentare gli importi.

Quando si parla di **piani operativi**, si fa riferimento a:

- **Piano tecnico - produttivo;**
- **Piano di commercializzazione e di comunicazione;** □ **Piano organizzativo.**

Il piano tecnico - produttivo si occupa di definire le scelte di make or buy, cioè di decidere se:

- Produrre internamente (make);
- Decentrare/esternalizzare alcune fasi (make e buy); □ Decentrare/esternalizzare tutte le fasi (buy).

Per compiere questa scelta è necessario confrontare il costo di produzione con il prezzo di acquisto; tenendo presente che nel prezzo di acquisto si deve considerare anche il tempo di montaggio e i difetti di qualità. Inoltre si deve prestare attenzione ai fornitori, che potrebbero diventare i principali competitori.

Il ciclo di produzione deve essere rappresentato mediante modelli di flow chart, che consentono un'immediata visualizzazione.

Nel piano tecnico - produttivo si deve definire anche gli investimenti da realizzare (impianti, macchinari, attrezzature) e il fabbisogno totale di produzione, che può essere ricavato tramite la seguente operazione:

“vendite programmate + rimanenze finali programmate – rimanenze iniziali programmate”

Inoltre, nel piano tecnico - produttivo, si deve indicare la quantità di materia prima da acquistare nel periodo, che può essere calcolata tramite la seguente operazione:

“rimanenze iniziali di materie prime + consumo di m. p. – rimanenze finali di m. p.” Infine,

in questa fase occorre definire:

- Il piano degli investimenti (impianti, macchinari, attrezzature);
- Il profilo economico e finanziario delle decisioni di investimento;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- La politica delle scorte (scorte di sicurezza, lotto economico minimo, tempo di riordino);
- Il tempo medio di dilazione concesso dai fornitori degli input produttivi;
- Il numero di addetti da assegnare alla funzione produzione (manodopera diretta e indiretta).

Per quanto riguarda la commercializzazione, il piano di commercializzazione e di comunicazione deve definire:

- Tipologia del canale distributivo;
- Operatori commerciali specifici a cui si intende rivolgersi (grossisti, rappresentanti);
- Numero di addetti da assegnare alla gestione commerciale;
- Utilizzo del commercio online;
- Politica di credito commerciale (tempo medio di dilazione concesso, sconti di qualità).

D'altro canto, l'avvio di una efficace politica comunicazionale richiede all'impresa di:

- Quantificare il budget pubblicitario;
- Definire un'articolazione adeguata dell'advertising plan;
- Definire il timing di uscita;
- Individuare fiere/mostre cui prendere parte con un apposito stand;  Definire eventuale comunicazione via Internet.

Il piano organizzativo si occupa di definire:

- L'organigramma aziendale;
- Il numero e il ruolo ricoperto dalla forza lavoro nelle varie aree funzionali;
- La retribuzione media, lorda e netta, relativa alla manodopera;
- Il costo complessivo del personale, sottolineando sia l'aspetto economico che l'aspetto finanziario.

Il quarto step è rappresentato dalla **quantificazione dei costi**, che possono essere raggruppati nelle seguenti categorie:

- **Costi di produzione:**
  - Manodopera diretta; ○ Materiali; ○ Lavorazioni di terzi; ○ Manodopera indiretta; ○ Ammortamenti industriali; ○ Manutenzione.
- **Costi di logistica:**
  - Trasporti di terzi a/da depositi;
  - Carburanti, manutenzione e ammortamenti dei mezzi logistici;
  - Personale addetto alla funzione logistica.
- **Costi di marketing:**
  - Personale di marketing; ○ Ricerche di mercato;
  - Pubblicità su radio, TV, giornali e riviste;
  - Fiere e manifestazioni; ○ Sponsorizzazioni.
- **Costi di vendita:**
  - Provvigione su vendite (c. variabile); ○ Personale di vendita.
- **Costi di distribuzione:**
  - Costi di trasporto; ○ Personale di distribuzione.
- **Costi amministrativi e generali:**
  - Personale amministrativo; ○ Consulenze aziendali; ○ Telefono e fax; ○ Cancelleria; ○ Pulizia uffici; ○ Vigilanza.

Per **definire il prezzo di vendita**, il primo passo da compiere è quello di stabilire il livello minimo, che è pari al costo totale unitario. Il secondo step consiste nell'aggiungere a tale costo una maggiorazione, che tiene conto dei seguenti elementi:

- Situazione concorrenziale, barriere all'entrata, strategia perseguita dall'azienda;  Percentuale di utile sperato.

Il costo totale può essere scomposto in:

- Costo primo: materie prime, manodopera diretta e altri costi diretti.
- Costo di fabbricazione: costo primo + costi indiretti di fabbricazione.
- Costo di fabbricazione e di commercializzazione: costo di fabbricazione + costi generali commerciali.

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Costo complessivo: costo di fabbricazione e di commercializzazione + costi amministrativi e generali + oneri finanziari.
- Costo economico - tecnico: costo complessivo + oneri figurativi.

Le politiche di definizione del prezzo rappresentano un elemento critico, in quanto il prezzo è un elemento di valutazione immediata da parte del mercato.

Le politiche di prezzo a disposizione di ogni impresa sono due:

- Politica di penetrazione: mira a realizzare alti volumi; □ Politica di scrematura: mira a fissare un prezzo alto.

Le **previsioni economico - finanziarie** prevedono la costruzione di:

- **Fabbisogno finanziario totale:** è possibile distinguere tra:
  - **Fabbisogno di natura strutturale:** sommatoria delle uscite per l'acquisto degli asset e per investimenti materiali ed immateriali. Per ridurre il fabbisogno strutturale è possibile ricorrere ai contratti leasing oppure comprare attrezzatura usata.
  - **Fabbisogno di natura corrente:** Capitale Circolante. Generalmente, è più difficile stimare questa voce a causa di:
    - Fattori interni: dipendono dalla gestione aziendale e dalla struttura operativa assunta;
    - Fattori esterni: settore di appartenenza e strategie dei concorrenti.

In alcuni casi, il fabbisogno finanziario stimato potrebbe risultare non sostenibile, richiedendo perciò modifiche delle stime precedenti.

□

**Stati patrimoniali e conti economici previsionali:** si andrà a redigere proiezioni mensili per il primo anno, trimestrali per il secondo e il terzo, annuali per il quarto e il quinto.

- **Budget di cassa previsionali:** flussi di cassa. La mancanza di cassa può generare notevoli problemi: ottenimento di finanziamenti a tassi molto elevati e riduzione della capacità di indebitamento aggiuntiva.
- **BEP.**
- Indicazioni sul rischio economico, finanziario e di mercato:
  - **Rischio economico:** esprime la variabilità del reddito operativo al modificarsi dei volumi di vendita ed è quindi strettamente connesso alla proporzione tra costi fissi e costi variabili generata dalla struttura operativa assunta dall'impresa (in particolare per quello che attiene le attività). In altri termini, è riconducibile all'eventualità che la gestione produttiva non riesca nel tempo e con continuità a generare ricavi in misura idonea alla copertura dei costi. Il rischio economico può essere:
    - Di tipo tipico (operativo);
    - Di tipo derivato (collegato alle scelte della struttura finanziaria).

Il rischio economico si misura attraverso i seguenti indici:

- ROI;
- ROS;
- OF/MON (nel caso sia derivato). ○ **Rischio finanziario:** dipende dalla struttura finanziaria dell'azienda, dall'evoluzione dei tassi di interesse e dal livello di redditività delle attività. In particolare, esso esprime la non perfetta corrispondenza, in termini di durata, tra attività finanziarie (fabbisogni) e passività finanziarie (fonti di copertura). Al riguardo, è opportuno sottolineare che la struttura finanziaria dovrebbe essere calibrata in modo tale da evitare il verificarsi, da un lato, di crisi di liquidità e, dall'altro, di situazioni di disponibilità monetarie in misura eccedente rispetto a quelle necessarie.

Fanno parte del rischio finanziario:

- Rischio di interesse: esprime la variabilità dei tassi di interesse;
- Rischio di cambio: esprime la variabilità dei tassi di cambio;
- Rischio di credito: misura la probabilità che la gestione non sia in grado di adempiere agli impegni assunti dalla propria posizione debitoria.

Il rischio finanziario si misura attraverso i seguenti indici:

- Autonomia finanziaria;
- Indebitamento finanziario:
- Indebitamento finanziario a breve;
- Indice di rotazione del capitale investito;
- Costo medio dell'indebitamento;
- Quoziente di struttura secondario; ▪ Quoziente secondario di tesoreria; ▪ Quoziente primario di tesoreria. ○ **Rischio di mercato:** esprime il rischio di insufficiente effetto di competitività dell'innovazione sul mercato in termini di costi, volumi e ricavi.

Il rischio di mercato si misura attraverso:

- BEP (Break Even Point o punto di pareggio); ▪ Indici di competitività:
  - ❖ ROS;
  - ❖ Rigidità della gestione;
  - ❖ Ciclo del CCN;
  - ❖ Dilazione media concessa ai clienti.

Indici:

- Quoziente di struttura secondario: Totale capitali permanenti/Totale attivo immobilizzato

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Quoziente secondario di tesoreria:  $(\text{Liquidità differite} + \text{Rimanenze} + \text{Liquidità immediate}) / \text{Totale passivo corrente}$
- Quoziente primario di tesoreria:  $\text{Liquidità immediate} / \text{Totale passivo corrente}$
- Indice di rigidità degli impieghi:  $\text{Totale attivo immobilizzato} / \text{Totale attivo}$
- Indice di immobilizzo materiale:  $\text{Immobilizzazioni materiali} / \text{Attivo}$
- Indice di liquidità totale:  $(\text{Liquidità differite commerciali} + \text{Liquidità differite finanziarie} + \text{Liquidità immediate}) / \text{Attivo}$
- Indice della rigidità della gestione:  $\text{Valore aggiunto} / \text{fatturato}$
- Grado di autonomia finanziaria:  $\text{Patrimonio netto} / \text{Attivo}$
- Indebitamento a medio e lungo termine:  $\text{Debiti consolidati} / \text{Attivo}$
- Indebitamento finanziario (indebitamento totale):  $(\text{Debiti consolidati finanziari} + \text{Debiti finanziari a breve}) / (\text{Debiti consolidati} + \text{Passivo corrente})$
- Indice di indebitamento finanziario a breve:  $(\text{Debiti finanziari a breve}) / (\text{Debiti consolidati finanziari} + \text{Debiti finanziari a breve})$
- Costo medio dell'indebitamento:  $\text{Oneri finanziari} / (\text{Debiti consolidati finanziari} + \text{Debiti finanziari a breve})$
- ROI:  $\text{Margine operativo netto} / \text{Attivo}$
- ROS:  $\text{Margine operativo netto} / \text{Fatturato d'esercizio}$
- ROA:  $\text{Utile d'esercizio} / \text{Attivo}$
- Disponibilità magazzino:  $\text{Magazzino} / \text{Attivo}$
- Giorni di scorta media:  $(\text{Magazzino} / \text{Fatturato netto}) * 360$
- Dilazione media concessa:  $(\text{Crediti Commerciali} / \text{Fatturato netto}) * 360$
- Dilazione media ottenuta:  $(\text{Debiti verso fornitori} / \text{Fatturato netto}) * 360$
- Ciclo capitale circolante:  $\text{Giorni di scorta media} + \text{Dilazione media concessa} - \text{Dilazione media ottenuta}$
- Indice di rotazione del capitale investito:  $\text{Vendite} / \text{Capitale investito}$

Il punto cruciale e conclusivo del Business Plan riguarda la definizione del **profilo finanziario dell'investimento**. In sostanza, si tratta di isolare i flussi di cassa, sia in entrata che in uscita, strettamente collegati all'investimento, sulla base dei quali procedere alla successiva scelta delle migliori modalità di copertura dello stesso. A tal fine, si fa ricorso alle metodologie di capital budgeting:

- Calcolo VAN e TIR;
- Analisi della sensitività: ○ Stime di fatturato; ○ Stime di acquisti; ○ Politiche di incassi e pagamenti; ○ Durata delle scorte.

Ogni impresa ha a sua disposizione due modalità di copertura degli investimenti:

- Mezzi propri (o capitale di rischio); □ Mezzi di terzi (o capitale di debito).

In generale, per finanziare lo sviluppo è meglio ricorrere al capitale di rischio (Trappola del debito: "nessuno dovrebbe andare a giocare al casinò con i soldi presi a prestito").

Per quanto riguarda la scelta del mix ottimale di fonti finanziarie, esiste un trade - off tra diverse componenti, in particolare il vantaggio fiscale del debito e i costi del fallimento, sia diretti che indiretti. Quindi le imprese dovrebbero essere meno indebitate quanto più sono rischiose e quanto più hanno attività intangibili e difficilmente valutabili da finanziatori.

Gli **elementi di criticità** del BP sono tre, ovvero:

- Attività time consuming e costosa;
- Ingessa l'iniziativa, la genialità e l'inventiva dell'imprenditore;
- Il gap culturale, in termini di pianificazione, rende il progetto impegnativo ed inutile. Gli **elementi di**

**forza** del BP sono cinque, ovvero:

- Strumento di comunicazione che consente una legitimacy all'esterno del business;
- Strumento chiave nella formazione imprenditoriale;
- Relazione tra "Business Plan Culture" - performance delle imprese - tasso di fallimento PMI;

□

Segnalatore di direzione e roadmap delle attività;

- Biglietto da visita per la comunità finanziaria must per PE.

In dottrina esistono due differenti teorie riguardo il BP, una che non riconosce l'utilità del BP e una che promuove la sua efficacia.

Secondo la prima teoria, l'attività di pianificazione, soprattutto nelle start – up, ingessa l'iniziativa e la genialità dell'imprenditore. Inoltre, la redazione del BP è un'attività che richiede impegno in termini di tempi e costi. Infine, se il documento viene redatto a fini comunicativi, si è portati a fornire un'immagine positiva, fornendo informazioni troppo ottimistiche.

In definitiva, è possibile giustificare la mancanza del BP nelle imprese in cui:

- L'imprenditore preferisce l'azione piuttosto che la pianificazione;
- Il progetto da avviare è semplice e caratterizzato da piccoli volumi di attività.

Al contrario, secondo la seconda teoria, l'imprenditore ottiene degli enormi benefici dal BP, che giustificano il tempo e i costi che richiedono la stesura del documento stesso. In particolare, il BP è uno strumento di analisi, valutazione, pianificazione e controllo. Inoltre è uno strumento di legitimacy delle proprie azioni e può risultare utile nel sistema di revisione.

Il BP è uno strumento che contribuisce in modo costruttivo se le informazioni vengono poi tradotte in chiave operativa. Infatti esiste un legame molto positivo tra pianificazione e performance. Al contrario, è completamente inutile se una volta redatto non venga poi utilizzato.

**Knowledge drivers** (fattori informativi di maggior interesse) del Business Plan nelle operazioni di M&A:

- **Redattore**
  - Di tipo strategico:
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Sinergie, probabilità e costi di integrazione
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
  - Di risk management:
    - Profilo di rischio.
- **Valutatore/investitore**
  - Di tipo strategico:
    - Fattibilità sul piano imprenditoriale;
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
  - Di risk management:
    - Profilo di rischio.

Knowledge drivers del Business Plan nelle operazioni di turnaround:

- **Redattore**
  - Di tipo strategico:
    - Piano di risanamento;
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
  - Di risk management:
    - Profilo di rischio.
- **Valutatore/investitore**
  - Di tipo strategico:
    - Analisi crisi;
    - Piano di risanamento;
    - Fattibilità imprenditoriale;
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
  - Di risk management:
    - Profilo di rischio.

# Le operazioni di finanza straordinaria - parte 1°

Le **operazioni di finanza straordinaria** sono operazioni che presentano un carattere di eccezionalità, sia per la frequenza che per l'impatto che producono sull'impresa.

Le operazioni di finanza straordinaria (mergers and acquisitions, in breve M&A) sono un fenomeno relativamente recente, legato alla nascita dei mercati finanziari organizzati. Tali operazioni presentano un andamento ciclico (al riguardo si parla di "ondate", o **merger waves**).

Le merger waves rappresentano la reazione delle imprese ai vari «shocks» che investono il sistema economico (nuove tecnologie, nuovi canali, prodotti sostitutivi).

Le operazioni di M&A nascono negli Stati Uniti a fine '800. Il loro sviluppo ha sperimentato 7 ondate:

- I ondata: 1893 - 1904
- II ondata: 1919 - 1929
- III ondata: 1955 - 1970
- IV ondata: 1974 - 1989
- V ondata: 1993 - 2000
- VI ondata: 2003 - 2008 □      VII ondata: 2014 -

A fine '800 negli Stati Uniti nascono le industrie e si diffonde il concetto di "grande è bello". Durante questo periodo le operazioni di M&A sono orizzontali, cioè il loro unico fine è quello di aumentare le dimensioni dell'impresa. La prima ondata di sviluppo si conclude nel 1904, a causa di una crisi borsistica determinata da un eccesso di speculazioni e frodi.

Nel periodo che va dal 1919 al 1929 le operazioni di M&A diventano verticali, cioè il loro fine diventa quello di acquisire imprese lungo la catena del valore (come le imprese fornitrici). Questo secondo periodo di sviluppo si conclude nel 1929, con il crollo della Borsa di New York.

Il terzo periodo di sviluppo, ovvero quello che va dal 1955 al 1970, è caratterizzato da una costante crescita dovuta alla ripresa economica del secondo dopo guerra. Durante questi anni si assiste:

- All'acquisizione di imprese di medie dimensioni da parte di quelle più grandi;
- Alla nascita delle corporation, ovvero gruppi caratterizzati da una forte diversificazione delle attività;
- Allo sviluppo del processo di internazionalizzazione e alla nascita delle multinazionali, cioè società che organizzano la loro produzione in almeno due paesi;
- Alla separazione tra proprietà e governo d'impresa;
- Allo sviluppo delle public companies, cioè aziende autorizzate a vendere al pubblico titoli mobiliari da loro emessi.

Durante il quarto periodo di sviluppo, e in particolare negli anni '80, si assiste:

- Al calo delle quote di mercato delle imprese americane;
- Alla nascita della necessità di attività di ristrutturazione e di razionalizzazione;
- Alla sottovalutazione delle imprese;
- A massicci disinvestimenti;
- Alla deregulation delle banche, ovvero la liberalizzazione bancaria (contestualmente nascono strumenti finanziari sempre più innovativi: i derivati);  
Alla nascita degli High Yield Bonds, cioè obbligazioni emesse dalle aziende caratterizzate da alto rischio e alto rendimento. Gli High Yield Bonds portano alla nascita del Leveraged Buy Out, che si verifica quando un'azienda si finanzia completamente con il capitale di debito;
- Alla nascita del Takeover, cioè dell'Offerta Pubblica di Acquisto (che presuppone un mercato efficiente).

Durante il quinto periodo di sviluppo, che va dal 1993 al 2000, si assiste:

□

- Ad una grande ripresa delle transazioni, a causa principalmente della sottovalutazione delle imprese;
- Alla nascita dell'ICT (Information and Communication Technology);
- Alla riduzione delle barriere;
- Alla tendenza globale alle privatizzazioni.

Nel 2000 scoppia la bolla di Internet.

Nel sesto periodo, che va dal 2003 al 2008, si assiste:

- Alla ripresa del Leverage;
- All'esplosione della leva;
- Allo sviluppo dei derivati;
- Allo sviluppo di forme di sindacato del debito.

Nel 2008 si assiste al crollo del mercato dei mutui negli Stati Uniti, cui segue una crisi finanziaria mondiale.

Nell'ultimo periodo si registra una ripresa delle attività acquisitive, sia in numero che in volume, a livello globale. Sono soprattutto le operazioni in USA e in Asia che alimentano il mercato. Circa il 23% dei 416 deal annunciati in US nel 2014 riguardano imprese non americane.

In Europa le prime operazioni di M&A si sono diffuse agli inizi degli anni '20, soprattutto in Gran Bretagna, in quanto le aziende inglesi non volevano essere più piccole rispetto a quelle americane. In particolare, nel periodo che va dal 1922 al 1929 si assiste ad operazioni di M&A orizzontali, il cui fine è aumentare la dimensione dell'impresa.

Durante gli anni '80 la maggior parte delle operazioni è realizzata al fine di raggiungere, in tempi brevi, le dimensioni idonee per essere competitive (a differenza degli USA, non si diffondono le OPA ostili). Inoltre, in questo periodo, i paesi europei concludono molte operazioni con imprese estere.

In Italia, la diffusione delle operazioni di M&A ha subito un percorso caratterizzato da 5 ondate:

- Post 1929;
- Anni '50;
- Metà anni '60;
- Anni '80;
- 2003 – 2007;

Prima degli anni '80, la diffusione delle operazioni di M&A in Italia è stata decisamente limitata. I fattori responsabili di tale rallentamento sono:

- Illiquidità delle imprese;
- Modelli proprietari chiusi;
- Rigidità del fattore lavoro;
- Assenza di un mercato borsistico efficiente.

Tuttavia, a partire dagli anni '80, si assiste ad un vero e proprio boom delle operazioni di M&A, dovuto ai seguenti fattori:

- Sviluppo del mercato borsistico italiano;
- Concentrazione del sistema bancario;
- Processo di crescita delle piccole e medie imprese.

Nel mercato italiano è progressivamente cresciuta l'attenzione nei confronti dei processi di concentrazione esterna, dal momento che le acquisizioni:

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

□

- Sono all'origine di rilevanti cambiamenti nel sistema industriale;
- Indicano la direzione delle strategie aziendali;
- Attestano la creazione di valore attraverso i prezzi negoziati; □ Coinvolgono interessi e interlocutori sempre più ampi.

Tuttavia, è opportuno evidenziare che le operazioni avvenute in Italia sono in parte diverse da quelle che avvengono sui mercati finanziari più grandi e progrediti, se consideriamo:

- Il ruolo marginale delle operazioni di takeover ostili,
- La scarsa rilevanza delle operazioni di leveraged buy-out,
- Le difficoltà a finanziare le operazioni mediante il ricorso al mercato mobiliare.

Gli elementi che giustificano la tipicità delle operazioni svolte in Italia sono:

- I **modelli di proprietà dell'impresa italiana**, ancora fortemente chiusi. Nel nostro sistema industriale vi è ancora una scarsa diffusione delle public companies e, quindi, la proprietà dell'impresa è caratterizzata dalla presenza di pochi soci con una bassa propensione ad allargare la base azionaria ed a far entrare soggetti estranei;
- Le **caratteristiche degli operatori nazionali attivi nel settore**, in cui è radicata una mentalità più industriale che finanziaria (come invece è richiesto dalle scalate ostili e dalle operazioni di buy-out);
- La **presenza di imprese con strutture finanziarie poco moderne**, ancora orientate al reperimento di fonti di breve periodo sotto forma di debito oppure troppo legate al patrimonio degli imprenditori/soci;
- Il **comportamento degli intermediari finanziari tradizionali**, che solo recentemente hanno compreso la necessità di intervenire con strutture operative specializzate e forme tecniche di finanziamento adeguate alla specificità delle operazioni. Nel mercato finanziario italiano sono ancora poco sviluppati soggetti specializzati nella gestione di un'operazione di M&A. Solo recentemente sono state istituite le merchant banks, che però sono ancora fortemente limitate, dato che sono emerse dalla ristrutturazione del settore finanziario.

Dalle ricerche che sono state condotte è emerso che il trasferimento di quote societarie avviene attraverso quattro modalità tecniche:

- Trattativa privata (85-95%) utilizzata soprattutto per cedere/acquistare rami aziendali;
- Acquisizioni sul mercato mobiliare ufficiale (2-5%);
- Operazioni di Initial Public Offering (IPO) e di Offerta Pubblica di Acquisto (2-5%); □ Asta pubblica, aumenti di capitale, forme varie (2-5%).

Acquistando rami o asset aziendali alcune imprese perseguono strategie di rafforzamento in precise aree di business non più interessanti per altri competitors, evitando il rischio tipico dell'investimento in proprio. All'opposto, altre imprese decidono di uscire da queste aree per reperire risorse finanziarie necessarie a concentrare gli sforzi sul core business. Possiamo quindi affermare che il mercato dei rami aziendali rappresenta il segno evidente del processo di cambiamento strategico e di turnaround.

A partire dagli anni '80, le operazioni di M&A hanno registrato in Italia un andamento ciclico. In particolare:

- Dal 1985 al 1990 si assiste ad un incremento medio delle operazioni di M&A del 32%;
- Nel triennio successivo (1991 - 1993) si assiste ad un decremento medio del 25%;
- Nel periodo compreso tra il 1995 e il 2000 si assiste ad una forte crescita (il 2000 è l'anno record);
- Dal 2001 sino al 2005 si assiste nuovamente ad una grande flessione nel settore M&A;
- A partire dal 2005 il mercato ha evidenziato una nuova ripresa, con un numero sempre maggiore di operazioni (il primo semestre del 2007 ha riportato le operazioni di M&A sui livelli record del 1999 - 2000, in quanto sono state chiuse operazioni per un controvalore di 66 miliardi di euro);
- Nel 2008 il mercato crolla ai minimi, a causa della crisi dei mutui subprime;
- L'anno 2010 rappresenta per l'Italia l'anno nero, che raggiunge il suo record negativo;
- Nel 2011, dopo un primo semestre positivo, le operazioni di M&A subiscono un nuovo rallentamento nella seconda parte dell'anno;
- Dal 2014 si assiste ad una lieve ripresa.

□

Gli **elementi che hanno favorito le operazioni di M&A in Italia** sono riconducibili:

- All'operazione Olivetti e Telecom Italia (per un valore complessivo di quasi 60 mila miliardi di lire)
- Al riconoscimento dell'importanza di tali operazioni quali strumenti per la crescita dell'impresa e il consolidamento del core business;
- Alla privatizzazione delle imprese dello Stato, tra cui Autostrade e Enel, che ha determinato una maggiore frequenza di operazioni di grandissime dimensioni;
- Allo sviluppo del mercato azionario con l'entrata in Borsa di nuove imprese, grazie all'introduzione dei requisiti per l'accesso meno restrittivi, soprattutto in riferimento al Nuovo Mercato;
- Alla continua crescita dei private equity e di altri operatori istituzionali, sia in termini di fondi che di operatori coinvolti.

Dopo cinque anni caratterizzati da andamenti altalenanti, nel 2014 il mercato globale M&A ha fatto registrare finalmente una decisa inversione di tendenza. Infatti sono state circa 30 mila le operazioni chiuse (+ 9% rispetto al 2013), per un controvalore pari 2.468 miliardi di Dollari, in crescita del 21% rispetto all'anno precedente. Si tratta del controvalore più elevato raggiunto negli ultimi cinque anni.

Gli USA trainano la ripresa dell'M&A globale: quasi 10 mila operazioni concluse per 1.300 miliardi di Dollari. In pratica, un terzo dei volumi del mercato e oltre la metà del controvalore complessivo del mercato M&A globale, passa dagli Stati Uniti. Evidentemente la 'Corporate America' sta tornando ad utilizzare l'arsenale di liquidità di cui dispone tra utili e disponibilità di cassa delle aziende ed effetti del Quantitative Easing della FED.

In stallo, invece, l'Europa. Il Vecchio Continente segna il passo soprattutto in termini di controvalori: a fronte di 12.400 operazioni completate (38% dei volumi globali) solo 730 miliardi di Dollari di controvalore. Sul quadro macroeconomico ancora caratterizzato da dinamiche deflative e difficoltà nell'accesso al credito, hanno pesato anche le tensioni geopolitiche (dalla crisi della Grecia all'embargo alla Russia).

A livello settoriale il Consumer Market si conferma ai vertici dell'M&A globale: circa il 30% dei volumi riguardano questa industry. In particolare evidenza il comparto farmaceutico e il settore dei media e delle TLC.

Nel 2014 l'attività cross border è cresciuta del 44% in termini di controvalore rispetto all'anno precedente. Tra i protagonisti di questa dinamica ci sono gli Stati Uniti e la Cina. Non a caso il 2014 segna il record delle acquisizioni cinesi all'estero: 173 deal per 38 miliardi di Dollari di controvalore. Di queste, 16 operazioni per quasi 6 miliardi di Euro di controvalore, hanno interessato l'Italia.

In questo scenario, il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni fornisce qualche spunto positivo. Il 2014 si chiude infatti con un aumento nel controvalore totale che si attesta a 49,9 miliardi di Euro rispetto ai 30,9 miliardi del 2013 (+60%). In forte crescita anche i volumi, con 543 operazioni rispetto alle 381 dello scorso anno.

Dopo la pausa legata alla crisi dei debiti sovrani, è tornato l'interesse degli investitori esteri per gli asset italiani: 201 operazioni realizzate (quasi il doppio di quelle dell'anno precedente) per un controvalore di 26,6 miliardi di Euro (circa 40% del totale, trend in linea con il 43% del 2013).

Le operazioni italiane condotte in Italia sono state 249 per un controvalore di circa 10 miliardi di Euro. Nonostante l'incremento dei volumi, rispetto al 2013, il controvalore risulta in contrazione del 24%. In generale si continua a registrare un ritardo nei processi di consolidamento tra aziende italiane, soprattutto nel settore dei servizi. Prevalgono operazioni di piccola taglia, scarsamente significative sotto il profilo industriale.

Il 2014 è stato anche l'anno dell'M&A assicurativo. Infatti si sono registrate una serie di operazioni di aggregazione tra i più importanti operatori assicurativi italiani tra cui: il perfezionamento della fusione tra Fondiaria Sai e Unipol Assicurazioni.

Infine, un tema importante che ha caratterizzato il mercato M&A italiano è quello del ritorno delle IPO.

Il 2015 dovrebbe confermare il trend positivo della seconda parte del 2014, tenendo conto anche delle privatizzazioni già annunciate dal Governo: il 40% di Poste e di Ferrovie, le quote di Sace ed Enav, più una ulteriore tranche di Enel.

# Le operazioni di finanza straordinaria - parte 2°

## Alcuni concetti introduttivi

Un'azienda può essere acquistata tramite:

- **Acquisizione:** le strutture produttive ed organizzative rimangono separate;
- **OPA (Offerta Pubblica di Acquisto):** utilizzata generalmente per le aziende di grandi dimensioni;
- **Fusione:** modo per razionalizzare le strutture di due società ritenute non più utili in forma giuridica separata;
- **Battaglia di deleghe:** tecnica con la quale una società tenta di acquisire il controllo di un'altra azienda operandosi nella raccolta di deleghe, al fine di conseguire in assemblea la maggioranza dei diritti di voto;
- **Leveraged buy-out; □ Management buy-out.**

Le operazioni di finanza straordinaria (fusioni ed acquisizioni) sono lo strumento ideale per la creazione di nuova ricchezza da ripartire fra gli stakeholders all'interno dell'azienda. In altri termini, consentono di raggiungere il fine imperativo della finanza: la **creazione del valore**.

Queste operazioni creano valore solo se il valore totale dell'impresa dopo l'operazione è maggiore del valore totale dell'impresa prima dell'operazione, cioè quando:  $\rightarrow a + b > \rightarrow a + \rightarrow B$ . La differenza tra i precedenti termini rappresenta la variazione intervenuta nell'entità del capitale economico. Per **capitale economico** si intende "il valore di un unico complesso economico, costituito da fattori complementari tali da non consentire una loro distinta valutazione per pervenire alla conoscenza del complesso valore che si vuole determinare".

Lo **sviluppo** rappresenta l'obiettivo imprescindibile che deve perseguire l'impresa che intenda operare costantemente in condizioni di equilibrio. Le unità promotrici delle operazioni di sviluppo sono realtà imprenditoriali che hanno raggiunto un buon livello di attività, una reputazione, una performance economico-finanziaria in linea con il settore e desiderano evolversi, attraverso:

- **Miglioramenti interni:**
  - L'incremento o la diversificazione della propria capacità produttiva;
  - Il potenziamento della struttura commerciale.
- **Miglioramenti per via esterna:**
  - Joint Ventures;
  - Acquisizione di complessi già operanti (operazioni di M&A):
    - Aziende o rami di aziende;
    - Stabilimenti produttivi.

I fattori che inducono ad una crescita dimensionale possono essere di tipo:

- **Interno:**
  - Ricerca di economie di scala per strategie di leadership di costo;
  - **Esterno:**
    - Dilatazione e globalizzazione dei mercati;
    - Miglioramento delle comunicazioni;
    - Presenza di barriere nel settore.

Il **controllo di un'impresa** può essere ottenuto tramite:

- **Acquisto del complesso aziendale;**
- **Acquisto di una partecipazione;**
- **Fusione** (differenze sul piano giuridico, contabile e fiscale).

Nel primo caso, si procede all'acquisto di tutte le attività e le passività dell'impresa target. Nel secondo caso si procede all'acquisto delle azioni ordinarie dell'impresa in cambio di contante, azioni o altri titoli. Al riguardo,

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

l'impresa target può essere caratterizzata da un modello proprietario chiuso oppure essere una public company. Infine, per fusione si intende qualsiasi transazione che formi un'unità economica da due o più precedenti imprese.

Con l'espressione "Merger and Acquisition" si intende due operazioni, rispettivamente di fusione e di acquisizione, con lo scopo di permettere all'impresa acquirente di crescere ed espandersi in nuovi mercati, conservando al tempo stesso quella flessibilità operativa che è indispensabile per operare con successo in un ambiente sempre più complesso.

I soggetti coinvolti in un'operazione di M&A sono:

- **Azienda bidder:** acquirente; □ **Azienda target:** venditore.

Le due operazioni sono considerate identiche da un punto di vista strategico, in quanto presentano le medesime finalità. Tuttavia si distinguono sotto due diversi profili: giuridico e procedurale.

Da un punto di vista giuridico:

- L'acquisizione è definita come un'operazione in cui si ha il trasferimento della proprietà di una cosa o il trasferimento di un altro diritto, verso il corrispettivo di un prezzo (art. 1470 Cc). In questo caso, quindi, l'impresa bidder acquista le azioni della società target, ma le strutture produttive ed organizzative rimangono separate. Le strutture delle due società mantengono forma giuridica separata.
- La fusione è un'operazione che può essere eseguita mediante la costituzione di una nuova società oppure mediante l'incorporazione in una società di una o più altre (art. 2501 Cc). In questo caso, quindi, l'impresa bidder acquista le azioni della target e le due strutture produttive ed organizzative si uniscono. Le strutture delle due società hanno medesima forma giuridica.

Da un punto di vista procedurale:

- L'acquisizione presuppone procedure semplici e non richiede l'approvazione dell'assemblea degli azionisti in nessuna delle due imprese;
- La fusione presuppone procedure più complesse, ad esempio deve essere approvata dall'assemblea degli azionisti in entrambe le imprese (previo raggiungimento di un determinato quorum).

In definitiva, è più conveniente l'acquisizione o la fusione?

L'acquisizione non richiede la preventiva approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti. Tuttavia, nel caso si intenda acquistare più del 30% delle azioni con diritto di voto dell'impresa target, è necessario lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto. A tal proposito, l'OPA molto spesso non è gradita al management dell'impresa target (in queste situazioni si parla di OPA ostile). La presenza del management e di una minoranza dissenziente fanno aumentare in modo consistente il costo di acquisizione.

I vantaggi della fusione rispetto all'acquisizione sono i seguenti:

- È più lineare e costa meno;
- È da preferire se si ricerca una forte integrazione economico-produttiva;
- È da preferire se si intende attuare un processo di concentrazione con un limitato esborso monetario;
- È da preferire se si vuole ottenere il coinvolgimento nella gestione della vecchia proprietà dell'impresa acquisita.

Gli svantaggi sono i seguenti:

- La fusione deve essere approvata dalle assemblee degli azionisti di entrambe le imprese; □ Può richiedere grosse difficoltà di effettiva integrazione.

Gli elementi distintivi della fusione sono riconducibili:

- Al livello massimo di integrazione raggiungibile; □ Alla particolare forma di pagamento.

Di fusioni ne esistono numerose tipologie. In particolare, si parla di:

- **Fusione propria** (anche detta per unione o consolidation);
- **Fusione per incorporazione** (anche detta per assorbimento o merger);
- **Fusione anomala**;
- **Fusione inversa**;
- **Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento**;
- **Fusione cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni**.

La **fusione propria** è caratterizzata dai seguenti elementi:

1. Due o più imprese si uniscono in un unico organismo;
2. Le unità di partenza cessano di esistere;
3. Nella nuova società il patrimonio è costituito dall'insieme dei patrimoni delle società fuse;
4. Ai soci delle due società di partenza saranno attribuite, sulla base di un determinato rapporto di cambio, azioni o quote emesse dalla nuova società in cambio dei loro vecchi titoli;
5. È utilizzata quando i rapporti tra le aziende sono di tipo paritario;
6. La incorporante succede nei diritti e negli obblighi delle società estinte.

La **fusione per incorporazione** è caratterizzata dai seguenti elementi:

1. Due o più imprese (incorporate) vengono assorbite in un unico organismo (incorporante);
2. Non causa l'estinzione di tutte le unità coinvolte, ma solo delle incorporate;
3. Ai soci delle due società di partenza saranno attribuite, sulla base di un determinato rapporto di cambio, azioni o quote emesse dalla incorporante, che aumenterà quindi il proprio capitale sociale (sono annullati i titoli delle incorporate);
4. È utilizzata quando vi è un soggetto dominante;
5. La incorporante succede nei diritti e negli obblighi delle società incorporate.

La **fusione per incorporazione** può avvenire con:

1. Operazioni Intra Gruppo: sono effettuate all'interno di unico gruppo;
2. Operazioni Extra Gruppo: sono effettuate al di fuori del gruppo.

Si parla di **fusione anomala** quando:

1. L'incorporante possiede il 100% dell'incorporata, con la conseguenza che all'annullamento delle azioni o quote dell'incorporata non consegue alcuna assegnazione di quote o azioni;
2. Due società hanno compagini sociali identiche, cioè formate dagli stessi soci con le medesime percentuali di partecipazione ai capitali;
3. Avviene una fusione propria tra imprese con compagini sociali identiche.

Si parla di **fusione inversa** quando:

1. La controllata incorpora la controllante. Tale ipotesi ricorre frequentemente nella pratica ad esempio quando la controllante è una holding mentre la controllata è una società operativa. La fusione di tipo classico potrebbe determinare difficoltà di ordine attuativo, quali ad esempio la necessità di comunicare l'operazione a numerosi soggetti (clienti, fornitori).

Si parla di **fusione a seguito di indebitamento** nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra e, per effetto della fusione, il patrimonio di quest'ultima venga a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di tali debiti.

Tale operazione è stata introdotta dalla riforma societaria che ratifica il LBO, che deve essere supportato da valide ragioni economiche, finanziarie e imprenditoriali. In precedenza era quasi considerato una frode alla legge. Tuttavia il dettato legislativo si preoccupa di tutelare i soci e i creditori, imponendo che nel progetto di fusione e nella relazione accompagnatoria si forniscano tutti i dati, gli elementi e le notizie per consentire una corretta valutazione dell'operazione in chiave prospettica.

Per quanto riguarda le **fusioni cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni**, ovvero Spa e Sapa, la legge prevede una procedura semplificata.

È possibile eseguire un'operazione di fusione anche su:

- Società poste in liquidazione, che abbiano già iniziato la distribuzione dell'attivo;
- Società sottoposte a procedure concorsuali. Tale situazione si realizza quando viene dichiarato lo stato di insolvenza dell'imprenditore, che consiste nella sua impossibilità di adempiere regolarmente alle obbligazioni assunte.

La fusione per incorporazione è la più diffusa, principalmente a causa dei seguenti fattori:

- Difficoltà legate alla costituzione di una nuova società;
- Difficoltà di integrazione;
- Si evita di perdere elementi distintivi delle imprese, come particolari fattori di avviamento;  No aziende quotate;
- Strumento utile per intensificare un processo di concentrazione già avviato;  Necessità di un'impresa leader.

Le operazioni di fusione possono essere ulteriormente distinte. In particolare si parla di:

1. **Fusione verticale:** avviene tra livelli diversi della catena del valore;
2. **Fusione orizzontale:** avviene tra lo stesso livello della catena del valore, con aziende appartenenti alla medesima industria;
3. **Fusione conglomerale:** avviene tra lo stesso livello della catena del valore, con aziende appartenenti a industrie diverse.

## Le operazioni di finanza straordinaria - parte 3° Le motivazioni economico - aziendali

Le **motivazioni** che spingono un'impresa bidder a concludere un'operazione di M&A sono:

1. **Riduzione dei costi;**
2. **Incremento dei ricavi;** Motivazioni ragionevoli (o strategiche)
3. **Leva fiscale;**
4. **Motivi "discutibili".**

Per quanto riguarda la **riduzione dei costi**, sono ottenibili i seguenti vantaggi:

1. **Economie di scala;**
2. **Economie di integrazione verticale;**
3. **Economie di scopo;**
4. **Utilizzo di fondi in eccesso;**
5. **Eliminazione delle inefficienze;**
6. **Razionalizzazione delle strutture del gruppo;**
7. **Miglioramento della struttura finanziaria.**

Le economie di scala permettono di ridurre i costi fissi unitari. In particolare, un'impresa più grande può riuscire a ridurre i suoi costi unitari utilizzando il surplus di capacità produttiva e/o distribuendo i costi fissi su un maggior numero di unità prodotte.

Le economie di integrazione verticale permettono di ridurre i costi delle materie prime. Infatti, il controllo del fornitore permette di ridurre i costi (coordinamento e amministrazione). Inoltre, post integrazione si ha una maggiore efficienza rispetto alla situazione ante integrazione. Tuttavia, un eccesso di integrazione può innescare l'effetto contrario (outsourcing). Tale situazione si può verificare perché, quando ci si appropria di un fornitore in modo stabile, non si ha più un confronto con gli altri agenti economici. Di conseguenza, potrebbero entrare nel mercato fornitori più dinamici, con condizioni contrattuali più vantaggiose.

Le economie di scopo permettono di ridurre i costi dei fattori produttivi. In particolare è possibile realizzare una combinazione di risorse complementari. A seguito dell'acquisizione, ogni impresa può riempire gli spazi vuoti

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

dell'altra con le proprie risorse. In altri termini, è possibile produrre congiuntamente prodotti diversi o perseguire obiettivi diversi con i medesimi fattori produttivi.

Le operazioni di M&A permettono di utilizzare i fondi in eccesso. In particolare, se un'impresa opera in un settore maturo, con poche opportunità di investimento a VAN positivo, ha a disposizione tre scelte:

- Distribuire i dividendi (i manager spesso non vedono di buon occhio eccessive distribuzioni di dividendi);
- Acquistare azioni proprie;
- Acquistare un'altra impresa.

In questo contesto, l'acquisizione può essere il metodo migliore per investire il denaro.

Le operazioni di M&A consentono di eliminare un management inefficiente, offrendo la possibilità di sostituirlo con uno nuovo per migliorare la gestione.

Le operazioni di M&A consentono di razionalizzare le strutture di gruppo, in particolare:

- Quando lo sviluppo è avvenuto senza un disegno strategico; □ Per preparare l'ammissione alla quotazione di Borsa.

Nel primo caso, si tratta di gruppi troppo articolati, caratterizzati da: costi fissi elevati, flusso informativo lento e lunghi tempi di incasso dei dividendi. In questo scenario si può assistere a due differenti operazioni:

- I soci di maggioranza possono decidere di incorporare in una società controllata, le cui azioni hanno largo mercato, una loro impresa con cespiti di difficile smobilizzo, ricevendo in cambio titoli mobiliari facilmente liquidabili, a scapito degli azionisti di minoranza.
- I soci di maggioranza possono decidere di incorporare una società con uno statuto che preveda diritti alla partecipazione qualificata.

Fino ad un recente passato, in Italia, il pagamento delle operazioni di fusione era regolato principalmente tramite contanti e non tramite azioni. Infatti, in quest'ultimo caso, la fusione avrebbe determinato un allargamento della base azionaria ed una diluizione della quota di controllo. In altri termini, la realtà italiana era caratterizzata da modelli proprietari chiusi.

Le operazioni di M&A permettono di conseguire un miglioramento della struttura finanziaria:

- In termini di capacità di indebitamento.  
Il rapporto di indebitamento ottimale è quello in cui i benefici fiscali marginali del debito sono uguali al costo marginale della possibilità di fallimento. □ In termini di liquidità in eccesso.

Per quanto riguarda l'**incremento dei ricavi**, sono ottenibili i seguenti vantaggi:

- 1) **Efficienza nelle funzioni aziendali;**
- 2) **Beni strategici;** 3) **Potere di mercato;**
- 4) **Ingresso in network.**

In particolare, le operazioni di M&A:

- Permettono di sfruttare le aziende con funzioni aziendali efficienti, soprattutto quella di ricerca e sviluppo;
- Permettono di sfruttare eventuali beni strategici, come concessioni governative o brevetti, che aumentano in modo considerevole il valore dell'azienda acquisita;
- Consentono di aumentare il potere di mercato e sfruttare i vantaggi derivanti da una situazione di oligopolio (ovvero poche imprese sul mercato);
- Consentono di entrare in un mercato straniero. In linea generale, esistono due modi per penetrare su un mercato straniero:
  - Entrare ex - novo (eventuale presenza di ostacoli: barriere all'entrata e limiti culturali e politici);
  - Acquistare un'impresa straniera.

Per quanto riguarda la **leva fiscale**, sono ottenibili i seguenti vantaggi:

- 1) **Utilizzo delle perdite;**
- 2) **Rivalutazione dei cespiti.**

L'art. 172 del Nuovo Tuir (Testo Unico delle Imposte sui redditi) definisce:

1. Regime ordinario delle fusioni/la neutralità;
2. Neutralità fiscale per i soci;
3. Avanzi e disavanzi di fusione;
4. Ricostruzione delle riserve in bilancio;
5. Riporto delle perdite fiscali;
6. Determinazione del reddito di impresa/la dichiarazione dei redditi;
7. Postdatazione e retrodatazione della fusione.

L'operazione di fusione è neutrale, in quanto non genera né realizzo né distribuzione delle eventuali plusvalenze latenti nei patrimoni delle società incorporate o fuse, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento.

La neutralità rileva anche in capo ai soci delle società fuse o incorporate, per le quali il concambio non costituisce realizzo.

Nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo da concambio e dell'avanzo o disavanzo da annullamento. L'eventuale avanzo o disavanzo non rileva fiscalmente ma solo civilisticamente. In particolare si tratta di meri valori contabili di pareggio, che nascono per effetto della fusione, dopo che la società incorporante o risultante dalla fusione inserisce nelle proprie scritture contabili i valori del patrimonio netto della società estinta.

**Avanzo o disavanzo da annullamento:** differenza (positiva o negativa) tra patrimonio netto (capitale + riserve) dell'incorporata e il valore della partecipazione iscritta nel bilancio dell'incorporante.

**Avanzo o disavanzo da concambio:** differenza (positiva o negativa) tra il patrimonio netto dell'incorporata e l'aumento di capitale deliberato dall'incorporante necessario a distribuire le azioni di quest'ultima ai nuovi soci.

Le riserve in sospensione di imposta, iscritte nel bilancio dell'incorporata, non concorrono a formare il reddito dell'incorporante, se e nella misura in cui queste riserve siano state ricostruite nel primo bilancio dell'incorporante medesima.

La società risultante dalla fusione o la incorporante può portare in diminuzione del reddito le perdite fiscali precedenti se esistono condizioni di vitalità. In particolare, un'azienda si dice vitale quando l'ammontare dei ricavi e delle spese per il lavoro dipendente con contributi è maggiore del 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi precedenti a quello suddetto. L'importo massimo delle perdite deducibili è uguale all'ammontare del patrimonio netto aziendale risultante dall'ultimo bilancio delle società fuse o incorporate.

Gli effetti fiscali della fusione coincidono temporalmente con quelli civilistici. Tuttavia, all'atto di fusione, si può prevedere che la fusione stessa sia retroattiva ai fini fiscali, risalendo al momento in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società fusa o incorporata, oppure, se più prossima, alla data in cui si è chiuso l'esercizio dell'incorporante.

I **motivi discutibili** sono riconducibili:

- 1) Alla **diversificazione**, finalizzata alla riduzione o all'annullamento dei rischi. In particolare:
  - a. Rischio sistemico: deve essere gestito dall'impresa;
  - b. Rischio residuale: deve essere gestito dagli investitori.
- 2) Ai **problemi di agenzia**, che si verificano quando gli azionisti non hanno veste operativa. In tal caso si può creare un conflitto tra management e azionisti, il quale potrebbe effettuare operazioni di M&A solo per motivazioni personali e non per creare valore all'azienda.
- 3) Al **Bootstrap Game**: tattica che si usa quando si vuol far credere all'esterno che qualcosa non esiste. Nelle operazioni di M&A in particolare abbiamo una situazione in cui:
  - Impresa bidder ha un rapporto prezzo/utigli molto elevato;
  - Impresa target ha un rapporto prezzo/utigli piuttosto basso;
  - Impresa bidder nel breve periodo aumenta gli utili per azione;

- Impresa bidder nel lungo periodo registra una crescita del rapporto utili per azioni inferiore al normale, a causa della diluizione delle azioni.

Le **motivazioni** che spingono l'impresa **target** a concludere un'operazione di M&A sono:

- 1) **Stato di necessità:** che si verifica quando un imprenditore necessita di capitale per riassetto un'impresa, ma né la banca né altri finanziatori sono disposti ad aiutarlo. In seguito all'operazione di M&A, l'imprenditore uscente può chiedere di essere inserito all'interno della nuova struttura. Inoltre può chiedere di essere pagato in parte cash e in parte in earnout (remunerazione periodica in funzione dell'andamento dell'azienda).
- 2) **Successione della proprietà:** un soggetto eredita una grande impresa ma non è interessato a continuare l'attività.
- 3) **Negoziazione di quote minoritarie:** si offre quote minoritarie ad altre imprese se si intende uscire da un'impresa.

## Le operazioni di finanza straordinaria - parte 4° La progettazione dell'operazione di fusione: aspetti economici e procedurali

Il **processo di acquisizione** è un procedimento a fasi successive e temporalmente distinte. In particolare:

- 1) La prima fase (eventuale) è rappresentata dalla **lettera di intenti**;
- 2) La seconda fase (eventuale) è rappresentata dal **contratto preliminare**;
- 3) La terza fase è rappresentata dal **contratto definitivo**;
- 4) La quarta ed ultima fase è rappresentata dal **"closing"**.

Inoltre tale progetto si caratterizza per:

- L'eventuale differimento tra il momento esecutivo e la conclusione dell'accordo; □ L'elevata flessibilità.

Il **procedimento di fusione** si compone delle seguenti fasi:

- **Fase preparatoria**;
- **Delibera dell'assemblea dei soci**; □ **Redazione dell'atto di fusione**.

Gli elementi della **fase della trattativa** sono:

- **Lettera di intenti**; □ **Lettera di confidenzialità**; □ **Due Diligence**.

**Lettera di intenti:** testimonia la concreta disponibilità delle parti a concludere seriamente la trattativa. È un negozio giuridico atipico (documento precontrattuale).

Gli **obiettivi** della lettera di intenti sono:

1. Dichiarare l'effettiva intenzione a procedere all'accordo;
2. Stabilire un termine entro il quale chiudere la negoziazione;
3. Concordare l'esclusiva della trattativa;
4. Rinnovare le clausole di segretezza già espresse nella lettera di confidenzialità;
5. Definire il contenuto di massima dell'accordo;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

6. Fissare i criteri per la due diligence;
7. Escludere l'obbligo di attuare il contratto;
8. Stabilire gli adempimenti per il trasferimento delle quote azionarie.

La lettera di intenti:

- Contiene i propositi dei futuri contraenti nella fase delle trattative precontrattuali, la quale precede la stipulazione di un negozio solo eventuale.
- Rappresenta uno strumento precontrattuale che definisce i rispettivi accordi preliminari delle parti riguardo la condizione della negoziazione. In particolare, le parti delineano i loro intendimenti in relazione al prosieguo della trattativa ed alle caratteristiche della transazione.
- Rappresenta il ponte tra la fase verbale della negoziazione e la sottoscrizione di un vero e proprio documento contrattuale.

La predisposizione può essere:

1. **Generica e sintetica:** semplice disponibilità a proseguire le trattative, con assenza di responsabilità precontrattuale e/o obblighi risarcitori;
2. **Dettagliata:** difficile distinzione dal contratto preliminare.

Le sue possibili **funzioni** sono:

1. Prova in merito allo stato di avanzamento delle trattative ed ai punti fermi della trattativa;
2. Precisazione del contenuto dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede;
3. Strumento interpretativo del contratto definitivo;
4. Integrazione del contratto definitivo, salvo clausola cosiddetta "entire agreement" nel contratto definitivo, secondo cui qualsiasi effetto dei documenti antecedenti viene cancellato.

La lettera di intenti **deve contenere:**

1. Prevedibile struttura della transazione;
2. Impegno ad agire in buona fede e best efforts;
3. Termini temporali per la sottoscrizione del contratto preliminare e/o definitivo;
4. Clausola di esclusiva;
5. Confidentiality agreement;
6. Organizzazione della due diligence;
7. Disposizioni relative all'interim period;
8. Accordo sulle spese.

Nella **lettera di confidenzialità** le parti esplicitano lo stato di avanzamento della trattativa e danno un primo inquadramento formale all'operazione, senza entrare nei dettagli operativi.

Gli **obiettivi** della lettera di confidenzialità sono:

1. Comunicare al venditore potenziale la serietà dell'interesse nei suoi confronti;
2. Superare i problemi della necessaria riservatezza sul possibile accordo e sul primo scambio di informazioni necessarie per approfondire l'analisi e la valutazione;
3. Impegnare formalmente il venditore;
4. Definire l'accordo di standstill.

La **due diligence** rappresenta un processo investigativo sulla struttura operativa ed economico - finanziaria della società target. Normalmente l'indagine non viene effettuata direttamente dall'impresa bidder, ma demandata ad enti o professionisti qualificati per le singole aree coperte dall'indagine medesima. L'indagine ha lo scopo di ottenere, prima del perfezionamento del contratto, una conoscenza preliminare diretta e sufficientemente organica sull'esistenza di costi occulti nel bilancio della target e di oneri e rischi latenti nell'operazione. In particolare, le informazioni contenute nella due diligence assumono importanza:

- Per progettare la struttura transattiva più idonea in funzione del profilo di rischio emerso;
- Per fornire al potenziale acquirente elementi negoziali utili per un abbattimento del prezzo di acquisizione o per l'inserimento di clausole di garanzia contrattuale; □ Per valutare l'opportunità di non procedere all'acquisizione.

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

Inoltre l'indagine deve acquisire informazioni utili per la stesura dell'offerta preliminare, per valutare gli impatti dell'acquisizione sulla redditività, sullo stato patrimoniale e sui flussi dell'incorporante e per valutare le modalità di finanziamento dell'operazione; così come la necessità di eventuali riorganizzazioni interne conseguenti l'incorporazione, come ad esempio possibili scorpori o dismissioni di attività e rami aziendali target. L'indagine può coinvolgere diversi campi:

- Gli aspetti legati al business e alla concorrenza;
- I risultati operativi, economico - finanziari e gli elementi patrimoniali;
- Gli aspetti legati all'organizzazione, al personale e ai sistemi informativi.

In relazione al **committente**, si parla di:

- **Acquisition due diligence;** □ **Vendor due diligence.**

In relazione al **tempo**, si parla di:

- **Pre - acquisition due diligence;**
- **Post - acquisition due diligence.**

In relazione all'**oggetto di analisi**, si parla di:

- **Due diligence finanziaria;**
- **Due diligence fiscale;**
- **Due diligence legale e giuslavorista;**
- **Due diligence ambientale;**
- **Due diligence sui sistemi informativi;** □ **Due diligence immobiliare "real estate";** □ **Due diligence di business.**

In relazione al **luogo di indagine** ed alla **documentazione**, si parla di:

- **Data room due diligence;** □ **Extensive due diligence.**

In relazione alle **aree di indagine**, si parla di:

- **Full due diligence;**
- **Limited due diligence.**

Ai fini della stesura della due diligence, sono richieste le **seguenti informazioni**:

1. Passività a breve, medio e lungo termine;
2. Preclusione a finanziamenti;
3. Penalizzazione assicurativa;
4. Danno all'immagine e connesse ripercussioni nei processi di acquisizione dei clienti;
5. Sanzioni amministrative e responsabilità civili e penali;
6. Ritardi nella pianificazione e realizzazione di progetti di sviluppo;
7. Difficoltà nelle operazioni di trasferimento se le garanzie contrattuali non sono correttamente dimensionate.

**Contratto preliminare:** contratto meramente obbligatorio già perfetto, dal quale sorge l'obbligazione di concludere il successivo contratto definitivo. Deve contenere tutti gli elementi essenziali del contratto definitivo.

Le sue **funzioni** sono:

- Consentire alle parti di vincolarsi alla conclusione dell'accordo, rinviando l'integrazione degli aspetti secondari del contratto;
- Permettere di ovviare all'impossibilità/inopportunità di prevedere tutti gli elementi del contratto.

Frequentemente la stipulazione di un contratto convenzionalmente preliminare non si limita a contenere l'obbligazione di concludere un contratto definitivo ed a contenerne gli elementi essenziali ma disciplina ogni aspetto relativo al trasferimento senza necessitare di ulteriori integrazioni/contrattazioni.

Difficoltà di distinzione dal contratto definitivo.

Criteri interpretativi:

- Effettiva intenzione delle parti: nel contratto preliminare si fa dipendere il trasferimento da una futura manifestazione di consenso, che i contraenti si obbligano a prestare;
- Completezza del contenuto: indice rivelatore delle volontà dei contraenti di addivenire alla stipulazione di un contratto definitivo.

I **documenti** del procedimento di fusione sono:

1. **Progetto di fusione;**
2. **Situazione patrimoniale;**
3. **Relazione degli amministratori;**
4. **Relazione degli esperti;** 5. **Deliberazione di fusione;**
6. **Atto di fusione.**

Il **progetto di fusione** è il prodotto della fase preparatoria in cui gli attori delle diverse società coinvolte nell'operazione negoziano e fissano gli accordi.

**Contenuti:**

- Tempi dell'operazione;
- Modi e condizioni di attuazione; □ Funzione pubblicitica.

Il Codice Civile definisce le **informazioni che devono in ogni caso risultare**, ovvero:

1. Il tipo, la denominazione, la ragione sociale e la sede delle società partecipanti alla fusione;
2. L'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o quello dell'incorporante, con eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
3. Il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché eventuale conguaglio in denaro;
4. Le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
5. La data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
6. La data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
7. Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci ed ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
8. I vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione.

Per quanto riguarda la **situazione patrimoniale**, il Codice Civile stabilisce che gli amministratori devono redigere la situazione patrimoniale delle società coinvolte nella fusione, riferita ad una data non anteriore di oltre 4 mesi al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società. La situazione patrimoniale è redatta con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio.

Per quanto riguarda la **relazione degli amministratori**, il Codice Civile stabilisce che gli amministratori devono redigere una relazione che deve illustrare e giustificare sotto il profilo giuridico ed economico il progetto di fusione ed in particolare il rapporto di concambio delle quote/azioni. Tale relazione contiene:

- **Informazioni operative;**
- **Informazioni strategiche;**

□

**Informazioni valutative.**

Per quanto riguarda la **relazione degli esperti**, il Codice Civile prevede l'obbligo da parte di uno o più esperti, nominati dal Presidente del Tribunale del luogo in cui la società ha sede, di redigere una relazione contenente un parere sulla congruità del rapporto di cambio, avendo principalmente riguardo ai seguenti elementi:

- I metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno;
- Le eventuali difficoltà di valutazione;
- L'elaborazione di un parere di adeguatezza sul metodo o sui metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

Il **contratto definitivo** si caratterizza per l'immediata sussistenza degli obblighi inerenti la cessione, senza necessità di un'ulteriore manifestazione di volontà da parte dei contraenti.

È possibile subordinare il contratto definitivo ad una **condizione sospensiva**, il cui verificarsi fa retroagire gli effetti del contratto al momento della sua sottoscrizione, senza che sia necessaria un'ulteriore manifestazione di volontà da parte dei contraenti.

Per **closing** si intende l'esecuzione delle formalità necessarie per il trasferimento della titolarità delle partecipazioni sociali, tramite definitiva intestazione. Il closing potrebbe essere contestuale alla sottoscrizione del contratto definitivo o differito a data successiva, qualora sia sottoposto a condizione sospensiva.

Gli adempimenti necessari per il trasferimento delle partecipazioni sono:

- **Atto pubblico o scrittura privata autenticata** (azioni o quote di s.r.l.); □ **Girata autenticata** (azioni); □ **Procedura di transfert** (azioni).

**Closing conditions e closing covenants:** condizioni che dovranno essere adempiute e verificate nel periodo tra la conclusione del contratto definitivo ed il closing. In particolare si parla di:

- **Adempimenti pre - closing:** aumenti di capitale, rinuncia al diritto di opzione, modifiche statutarie, antitrust clearance;
- **Adempimenti in sede di closing:** pagamento del prezzo, nomina di nuovi organi sociali;
- **Adempimenti post - closing:** adempimenti residui ad obblighi successivi (esempio: obbligo del venditore di collaborare per il subentro della gestione, patto di non concorrenza, accordi per la fornitura di servizi e gestione del know - how.).

**Covenants:** clausole relative al periodo intermedio tra la data della sottoscrizione del contratto definitivo e quella del closing (**interim period**). La funzione di tali clausole è garantire l'acquirente in relazione a comportamenti del cedente e del target nel periodo intermedio.

Esempi di covenants possono essere:

- Obbligo di non compiere alcun atto eccedente l'ordinaria amministrazione;
- Divieto di prestazione di garanzie;
- Divieto di pratiche commerciali anomale;
- Divieto di distribuzione di utili o riserve;
- Mantenimento delle coperture assicurative;
- Previsione del consenso dell'acquirente al compimento di determinati atti.

**Condizioni sospensive:** clausole che possono determinare condizioni sospensive del contratto (differimento del closing).

Le condizioni sospensive più ricorrenti sono:

- Pagamento del prezzo;
- Prestazione di garanzie;

- 
- 
- 
- 
- Svincolo di somme in escrow;  
Adempimenti circa la governance della società target;  
Modifiche statutarie;  
Rilascio autorizzazioni - nulla osta; Antitrust clearance (rinvio).

Talvolta sono anche utilizzate **condizioni risolutive**. Tuttavia la caducazione del contratto (l'annullamento) determina l'effetto di restituire al cedente partecipazioni in una società che, nel frattempo, è stata sottoposta ad importanti mutamenti. Quindi si assiste a notevoli difficoltà o addirittura all'impossibilità di ripristinare la situazione precedente l'acquisto.

Per quanto riguarda l'**antitrust clearance**, è innanzitutto opportuno sottolineare che l'approvazione da parte dell'autorità antitrust costituisce un evento indipendente dalla volontà delle parti. In particolare, l'esecuzione del contratto resterà sospesa fino a quando non intervenga l'autorizzazione da parte dell'autorità.

#### Fasi:

- Attribuzione del rischio all'acquirente;
- L'acquisto delle partecipazioni si perfeziona prima dell'ottenimento del nullaosta da parte dell'Antitrust;
  - Eventuale autorizzazione con condizioni:
    1. L'acquisto si perfeziona in ogni caso con l'obbligo dell'acquirente di accettare le condizioni imposte dall'autorità;
    2. L'acquisto si perfeziona a condizione che le condizioni imposte dall'autorità non abbiano un effetto negativo, sostanziale e concreto.

**Dichiarazioni e garanzie:** clausole recanti "dichiarazioni e garanzie" (o "reps and warranties") rilasciate reciprocamente dalle parti in relazione all'operazione di acquisizione.

Per dichiarazioni si intende enunciazioni e descrizioni di atti e fatti che il dichiarante afferma che siano veri.

Per garanzie si intende le garanzie circa la conformità di certi beni o situazioni a determinati livelli qualitativi, caratteristiche o standards.

La validità delle Dichiarazioni e Garanzie è riferita a fatti e situazioni relativi ad un periodo che generalmente va da un momento precedente la sottoscrizione del contratto, fino alla data del closing.

Per quanto riguarda le dichiarazioni, il venditore assume la responsabilità per la corrispondenza al vero delle dichiarazioni rese: le dichiarazioni dell'alienante devono essere rilasciate con un determinato grado di diligenza.

Per quanto riguarda le garanzie, il cedente si fa propriamente carico di un obbligo di garanzia, cioè di un'obbligazione che prescinde da un inadempimento dello stesso cedente.

Le dichiarazioni costituiscono ed integrano il contenuto delle clausole di garanzia.

#### Garanzie:

- Garanzie della target;
- Garanzie contabili;
- Garanzie degli assets;
- Garanzie dei rapporti contrattuali;
- Garanzie relative alla compliance della società;
- Garanzie relative agli adempimenti fiscali;
- Garanzie relative al periodo successivo alla situazione di riferimento;  Garanzie relative agli effetti della operazione.

- 
- 
- 
- 

**Clausole di indennizzo:** dirette a regolare convenzionalmente le conseguenze della violazione delle garanzie e delle dichiarazioni fornite all'acquirente e a chiarirne le modalità di attivazione.

Le clausole di indennizzo sono inserite col fine di mantenere indenne l'acquirente da ogni difformità accertata tra la situazione effettiva della società e quella dichiarata e garantita. Più nello specifico, gli obiettivi perseguiti sono:

- Tenere indenne il compratore da ogni sopravvenienza passiva;
- Tenere indenne il compratore da ogni insussistenza o minusvalenza di poste attive;
- Risarcire ogni altra perdita o danno;
- Indennizzo per tutti i danni, costi e pregiudizi in conseguenza della violazione del contratto.
- Estrema ratio: clausola risolutiva espressa.

Le clausole di indennizzo sono finalizzate a mantenere il valore dell'operazione.

Talvolta le parti possono stabilire delle limitazioni al fine di definire le circostanze e circoscrivere l'impegno indennitario dell'alienante. In particolare, tali limitazioni sono volte a tutelare l'alienante dalle richieste indennitarie dell'acquirente e ridurre l'eccessiva esposizione dell'alienante medesimo. Al riguardo si parla di:

- **Clausole Temporal:** previsioni in termini di decadenza e di prescrizione;
- **Clausole Quantitative:**
  - **De minimis:** relative al singolo evento dannoso; ○ **Franchigia complessiva** (assoluta o relativa);
  - **Soglia massima** (c.d. CAP);
- **Altre clausole:** responsabilità per circostanze ed eventi già noti.

**Aggiustamento del prezzo:** clausola che permette di modificare il prezzo dovuto in considerazione della situazione economico - finanziaria della società accertata durante la procedura di aggiustamento del prezzo. Il pagamento può essere differito ad un momento successivo al closing (tutela dell'acquirente).

È possibile utilizzare congiuntamente le clausole di aggiustamento del prezzo e quelle di indennizzo. Tuttavia non è possibile la sovrapposizione dei due rimedi: applicando le clausole di indennizzo, non è possibile tener conto di quei vizi in base ai quali le parti hanno già proceduto ad una rideterminazione del prezzo.

I contraenti possono decidere di inserire nel contratto un **patto di non concorrenza**, a condizione che:

- Non impedisca qualunque attività professionale del cedente;
- Non sia superiore ai 5 anni;
- Sia circoscritto ad una determinata zona o attività.

Ulteriori previsioni:

- Vincolo anche per soggetti terzi collegati al soggetto principale;  **Predeterminazione di penali** in caso di inadempimento;  **Corrispettivo** per la previsione.

La deliberazione di fusione deve essere **approvata:**

- Nelle società di persone, dalla maggioranza dei soci, salvo diversa pattuizione;
- Nelle società di capitali, con le maggioranze previste per la modifica dell'atto costitutivo o dello statuto.

Con l'**atto di fusione**, si dà esecuzione alla deliberazione assembleare, con possibilità di postdatare e retrodatare.

- 
- 
- 
- 

## La valutazione delle operazioni di M&A

Le operazioni di M&A si prestano ad una valutazione sia di tipo interno che di tipo esterno.

Valutazione interna: un'operazione risulta conveniente se  $VAN > 0$ , con Van inteso come la differenza tra benefici economici e costi.

La fusione viene vista come uno strumento per la creazione di valore      Effetti sinergici VAN

$$= W_{acq} - P - Ct - Ci.$$

$W_{acq}$ : valore di acquisizione dell'impresa target;

P: prezzo pagato dall'acquirente per il capitale dell'impresa target; Ct: costo di transazione;

Ci: costo di integrazione.

$$W_{acq} = W_{stand\ alone} + W_s + W_{\Delta rischio} + W_o$$

- $W_s$ : valore delle economie/sinergie conseguenti l'operazione (si calcola tramite la seguente operazione: Sinergie – Disinergie – Investimenti necessari);
- $W_{\Delta rischio}$ : valore dei differenziali di rischio conseguenti l'operazione (si tratta di stabilire se la fusione determina un aumento del rischio d'impresa);
- $W_o$ : valore delle opportunità create dall'operazione stessa.

### Sinergie: benefici economici Le

sinergie si distinguono in:

- **Operative:**
  - Tangibili; ○ Intangibili;
- **Finanziarie:** ○ Miglioramento della struttura finanziaria; ○ Riduzione del rischio residuale;
- **Fiscali:** ○ Possibilità di compensazione delle perdite fiscali; □ **Di mercato.**

La valutazione delle sinergie può avvenire con due metodi:

- **Diretto:** individuazione della singola sinergia e attualizzazione specifica;
- **Differenziale (o indiretto):** valorizzazione delle sinergie come differenza tra l'enterprise value stand alone e quello comprendente le sinergie.

$$VAN = Sinergie - Ic - Premio.$$

$$Prezzo\ massimo = Vb + Sinergie + O.$$

**Valore stand alone:** quel valore che potrebbe essere attribuito ad un'impresa nelle sue attuali condizioni di gestione, senza cioè considerare gli effetti degli interventi dei potenziali acquirenti né la realizzazione di eventuali benefici privati.

**Capitale economico:** valore che, dotato dei requisiti di neutralità, dimostrabilità e stabilità, tende a fornire un'informazione valutativa fondata sulle capacità reddituali già acquisite o di probabile conseguimento nel breve periodo. Inoltre, è il valore unitario ed autonomo che tiene conto non solo dei singoli elementi che fanno parte del capitale, ma anche delle componenti immateriali.

- 
- 
- 
- 

**Capitale potenziale:** valore tendente a ricomprendere un'informazione valutativa di più ampio respiro, attraverso il riferimento a capacità reddituali le cui potenzialità si apprezzano tramite una più estesa proiezione temporale futura.

**Prezzi probabili:** valori ottenuti attraverso il ricorso alle risultanze empiriche di mercato nell'ambito dei processi di compravendita.

Il processo di valutazione presuppone i seguenti elementi:

1. Piena conoscenza dei dati;
2. Razionalità;
3. Dimostrabilità; 4. Oggettività;
5. Stabilità.

APPROCCI	METODI	
Basato sui flussi di risultato	Finanziario (analitico o sintetico)	Reddituale (analitico o sintetico)
Patrimoniale	Patrimoniale semplice	Patrimoniale complesso (analitico o empirico)
Basato sulla creazione di valore	Misto con evidenziazione del goodwill	EVA
Di mercato	Multipli di borsa	Transazioni simili

Ai fini della valutazione risulta fondamentale scegliere il tasso di attualizzazione e capitalizzazione.

La valutazione basata sui flussi di risultato presuppone l'utilizzo dei metodi reddituali o finanziari.

Tali metodi si basano sull'utilizzo di grandezze "flusso" o grandezze "stock", che prescindono dai dati di mercato, la cui insufficienza o totale assenza, conduce, attraverso i metodi di valutazione di mercato o diretti, ad un valore poco significativo del capitale economico.

Il **metodo reddituale** concepisce il valore del capitale economico come funzione esclusiva del reddito.

- Più diffuso;
- Maggiore razionalità;
- Maggiore accettazione da parte di tutti i paesi;
- Facile adattabilità ad ogni obiettivo posto alla base della valutazione.

Il metodo reddituale si basa sulle seguenti ipotesi:

1. Durata illimitata della produzione:  $W = R/i$ ;
2. Numero finito di redditi:  $W = R a_{n-1} + P' n * v^n$ ;
3. Durata dei redditi legata alla vita di una o più persone.

Il metodo reddituale prevede inoltre la definizione dei parametri:

- Reddito;
- Tasso di Attualizzazione.

I **metodi finanziari** rappresentano un'applicazione ai processi di stima del capitale economico di azienda delle tecniche elaborate per la valutazione di generici investimenti. Il valore di un'impresa viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla stessa.

In base alla configurazione del flusso di cassa, si parla di:

1. **Metodo finanziario basato sui flussi monetari complessivi netti disponibili (levered cash flow);**
2. **Metodo finanziario basato sui flussi monetari parziali (unlevered cash flow).**

Nel primo caso, il valore del capitale economico è dato dall'attualizzazione, ad un tasso pari al costo del capitale, dei flussi monetari complessivi netti disponibili per l'investitore.

Per flusso monetario disponibile si intende le somme distribuibili ai proprietari del capitale di impresa senza alterare l'equilibrio finanziario dell'azienda.

**Flusso di cassa complessivo (RO):**

- Reddito operativo
- + Ammortamenti
- Oneri fiscali

= Flusso di circolante della gestione corrente  
 -/+ Variazione circolante

= Flusso monetario della gestione corrente

-/+ Investimenti/Disinvestimenti

+/- Finanziamenti/Rimborsi

+/- Proventi/Oneri finanziari

= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti

Il secondo metodo si basa sui flussi monetari parziali (unlevered cash flow), cioè i flussi di cassa generati dalla sola gestione operativa o caratteristica.

### Flusso di cassa operativo

Reddito operativo

+ Ammortamenti

- Oneri fiscali

= Flusso di circolante della gestione corrente

-/+ Variazione circolante

= Flusso monetario della gestione corrente

-/+ Investimenti/Disinvestimenti

= Flusso di cassa operativo o unlevered

In questo caso, il valore del **capitale economico** è pari a:

$$VE(0) = \sum_{T=1}^T \frac{NCF_u(t)}{(1+i_w)^t} + (1+VR(T))i_w)^T - \text{Debiti}$$

- VE (0): valore economico capitale proprio;
- $NCF_u(t)$ : unleveraged net cash flow relativo all'anno t;
- T: orizzonte temporale di previsione esplicita;
- VR: valore residuo relativo all'istante T;
- $i_w$ : Wacc;
- Debiti: valore dei debiti in bilancio.

Alcune considerazioni sui metodi:

- Il modo di considerare i parametri finanziari;
- Il terminal value (il valore residuo dell'azienda);  Il periodo di riferimento;
- Il tasso di attualizzazione.

Terminal value:

- Valore di liquidazione;  Valore di cessione.

Periodo di riferimento:

- Condizioni oggettive in cui versa l'impresa da valutare;  Possibilità di effettuare ipotesi attendibili.

Tasso di attualizzazione:

- Flussi nominali: tassi nominali;
- Flussi reali: tassi reali;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Flussi certi: tasso free-risk; □ Flussi operativi: WACC.

Quando si utilizzano i **metodi patrimoniali**, il valore del capitale economico è dato dalla valutazione analitica dei singoli beni che costituiscono il patrimonio aziendale.

I metodi patrimoniali si suddividono in:

1. Metodo patrimoniale **semplice**;
2. Metodo patrimoniale **complesso**.

**Metodi misti:** integrazione tra i metodi patrimoniali e reddituali avviamento.

Considerazioni di sintesi: requisiti di razionalità, dimostrabilità, oggettività e generalità;

- Metodo patrimoniale:
  - Estrema oggettività grandezze esistenti in azienda;
  - Dimostrabilità agevole applicazione pratica;
  - Razionalità non riflette la redditività futura.
- Metodo reddituale:
  - Più utilizzato in Italia;
  - Utile unitamente alle altre metodologie;
  - Importanza del reddito normalizzato.
- Metodo finanziario:
  - Più utilizzato nei paesi anglosassoni;
  - Flussi finanziari difficilmente prevedibili (i metodi finanziari, pur essendo applicabili nel concreto, pervengono ad elaborazioni discutibili).

Nella valutazione delle aziende la scelta della metodologia da usare dipende dalla situazione particolare e dalle informazioni disponibili; mentre i metodi basati sui flussi restano il riferimento esclusivo nella misurazione del valore creato dalla gestione.

Il discount cash flow analysis è il metodo principe utilizzato sia nelle valutazioni di aziende (o rami specifici di essa) sia in quelle di singoli investimenti.

**Metodi basati sulla creazione del valore:** Economic Value Added (EVA)

Provvede alla misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base di un approccio assets side ed è determinato come differenza tra il Reddito Operativo Normalizzato (NOPAT) ed il costo delle fonti del Capitale Investito (sia proprio che di terzi).

Ricavi totali

– Costi operativi

= Reddito operativo (EBIT)

– Imposte sul reddito operativo

= Reddito operativo netto (NOPAT)

+ Ammortamenti

= Flusso di circolante della gestione corrente

– Incremento del capitale circolante

– Incremento del capitale fisso

+ Flussi di cassa disponibili per l'impresa

– Oneri finanziari

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

+/- Variazione dell'indebitamento =

Flussi di cassa disponibili per l'azionista

Approccio di mercato (metodi diretti):

- **Multipli di borsa;**
- **Transazioni simili (multipli delle transazioni).**

Tali metodi esprimono i prezzi probabili negoziabili per una data impresa, alla vendita o all'acquisto, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili.

**Multipli:** rapporto tra un prezzo ed una misura di performance realizzata da una società in un dato periodo.

Le valutazioni con il metodo dei multipli richiedono la selezione del multiplo di riferimento e la determinazione del valore. Il valore dell'iniziativa previo eventuale discount è dato dal prodotto tra il multiplo di riferimento e il value driver dell'impresa da valutare. Il multiplo è dato dal rapporto tra valore dell'equity (enterprise value) espresso dal mercato (borsa/transazioni comparabili) e determinati "value driver".

**Enterprise value:** posizione finanziaria netta (valore di mercato del debito - cassa) + Valore dell'equity (multipli utilizzati, capitalizzazione value driver dell'equity).

Multipli utilizzati: Enterprise value / Value driver dell'impresa (ad esempio: reddito operativo).

Multipli:

- Price/Earnings;
- Price/Cash Flow;
- Price/EBIT;
- Price/Book Value; □ EV/Ebit;
- EV/Sales.

Le ipotesi principali alla base di tale approccio sono:

1. Uguaglianza nei saggi di crescita attesi nei flussi di cassa aziendali e nel grado di rischiosità;
2. Il valore dell'impresa varia in proporzione diretta con le variazioni intercorrenti nella variabile economica scelta come parametro di performance.

Quando si utilizza il metodo dei multipli di Borsa, il valore del capitale aziendale è determinato sulla base dei prezzi negoziati in vasti mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili (guideline companies).

$$\rightarrow P = \frac{J_T}{J_S}$$

→

$\frac{P}{J_T}$ : moltiplicatore dell'azienda da valutare;

$J_T$

$\frac{P}{J_S}$

: moltiplicatore di mercato di un insieme di imprese simili.

$J_S$

Da tale equazione si ottiene:  $W = \frac{P}{J_S} J_T$

$J_S$

Vantaggi:

- Facilità di applicazione;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Presenza di un gran numero di dati finanziari e di altri dati disponibili nelle Public Companies oggetto di quotazione;
- Rappresentatività dei prezzi di mercato, i quali esprimono il risultato delle negoziazioni di un gran numero di compratori e venditori.

Svantaggi:

- La dinamica temporale dei prezzi risulta caratterizzata da un'intensa variabilità;
- Alcune stime comparate presentano fenomeni di sovra o sottoccupazione;
- Prezzi espressi dal mercato non rappresentano il valore dell'impresa o del controllo dell'impresa;
- La mancanza, con riguardo ad un certo titolo, di sufficienti volumi di D e O fa sì che talvolta i prezzi esprimano soltanto situazioni contingenti e non valori consolidati; □ Prezzi che si formano sul mercato sono frutto di random walk; □ Gli operatori valutano in relazione alle opinioni che si fanno.

Inoltre si deve tener conto che i mercati finanziari devono essere:

- Caratterizzati da un numero di titoli abbastanza elevato; □ Sufficientemente vasti;
- Sufficientemente profondi.

In altri termini, devono avere caratteristiche vicine a quelle tecnicamente definite di perfezione.

Tuttavia in Italia:

- I mercati sono caratterizzati da un numero esiguo di società;
- Le società appartengono ad un numero limitato di gruppi finanziari; □ I volumi di contrattazione sono limitati; □ Il numero di operatori è limitato.

Per queste ragioni si è assistito ad una diffusione limitata di tale metodo, anche se ultimamente si è registrata una progressiva espansione, grazie soprattutto all'utilizzo di dati internazionali.

Quando si utilizza il **metodo dei multipli delle transazioni comparabili**, i prezzi cui ci si riferisce sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

Problematiche del processo di valutazione:

- Modesto grado di pubblicità caratteristico del mercato del corporate control;
- Modesta frequenza di realizzazione di tali operazioni (perciò si deve estendere l'arco temporale di rilevazione delle operazioni e dei prezzi).

**Valutazione esterna:** il principale problema per gli amministratori è la definizione del rapporto di cambio delle azioni o quote.

La **finalità** della fusione è di **continuare l'attività economica in comune** Redditività Differenziale: difficoltà valutative.

La dottrina prevalente e la prassi operativa, ai fini della valutazione del rapporto di cambio, considerano elementi di calcolo attendibili ed il più possibile oggettivi e verificabili.

**Principio dell'omogeneità (Stand Alone):** stimare il valore economico delle società, considerando queste ultime come organismi separati, rinunciando a tener conto degli effetti migliorativi, sul piano della redditività, conseguenti alla fusione.

La disciplina giuridica indica i documenti che forniscono informazioni sul rapporto di cambio e i criteri per la sua determinazione. Tuttavia, al contempo, lascia ampia discrezionalità agli amministratori sui metodi da adottare nella stima del valore economico di impresa.

Risulta necessaria la definizione di:

- Capitale Economico;
- Rapporto di Cambio (quest'ultimo dato dall'analisi del rapporto di cambio **teorico** per pervenire al rapporto di cambio **effettivo**).

Gli **elementi** che definiscono il **rapporto di cambio effettivo** sono:

1. Caratteristiche economico - giuridiche delle azioni o quote scambiate;
2. Diverso godimento delle azioni o quote scambiate;
3. Presenza di eventuali conguagli in denaro;
4. Status di società quotata;
5. Eventuale presenza di obbligazioni convertibili;
6. Valutazioni di natura extra contabile.

Determinazione del **rapporto di cambio teorico** nel caso di **fusione per incorporazione**:

$$V_a = W_a/N_a \quad V_b = W_b/N_b$$

$$R_c = V_b/V_a = (\rightarrow b/\rightarrow a) \cdot (N_a/N_b)$$

- $V_a$ : valore effettivo dell'azione A;
- $W_a$ : valore del capitale economico della società incorporante;
- $N_a$ : azioni emesse dalla società incorporante;
- $V_b$ : valore effettivo dell'azione b;
- $W_b$ : valore capitale economico della società incorporanda; □  $N_b$ : azioni emesse dalla società incorporanda.

Determinazione del **rapporto di cambio teorico** nel caso di **fusione per unione** (creazione società C)

$$W_a/(W_a + W_b) \rightarrow b/(\rightarrow a + \rightarrow b) \quad \text{Percentuali di partecipazione A e B nel capitale di C}$$

$$N_c, a = N_c \cdot \rightarrow a/(\rightarrow a + \rightarrow b)$$

$$N_c, b = N_c \cdot \rightarrow b/(\rightarrow a + \rightarrow b)$$

$$RC, a = (N_c, a)/N_a$$

$$RC, b = (N_c, b)/N_b$$

- $N_c, a$ : azioni della società C emesse da A; □  $N_c, b$ : azioni della società C emesse da B.

**Rapporto di cambio effettivo**: rapporto di cambio teorico + insieme di fattori di natura economica ed extra - economica

Esempio di Rapporto di cambio (fusione per incorporazione)

Valore WB (incorporata): € 600.000

N. azioni incorporata: 200.000 - V. nominale 2 €

Valore WA (incorporante): € 1.800.000

N. azioni incorporante: 900.000 - V. nominale 1 €

$$R_{dc} = (600.000/1.800.000) \cdot (900.000/200.000) = 3/2$$

Soci dell'incorporata otterranno 3 azioni di A ogni 2 di B

$$600.000/(1.800.000 + 600.000) = 1/4 = 25\%$$

$$75 : 25 = 900.000 : x \quad x = 300.000 \text{ azioni nuove di A}$$

Esempio di Rapporto di cambio (fusione per unione)

Valore WB: € 600.000

N. azioni B: 200.000 - V. nominale 2 € Valore

WA: € 1.800.000

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

N. azioni A: 900.000 - V. nominale 1 €  
Somma valori economici A + B

$$600.000 / (1.800.000 + 600.000) = 1/4 = 25\%$$

Si suppone che C venga costituita con capitale di € 1.500.000 con azioni di V. nominale € 1

$$1.500.000 * 25\% = 375.000 \text{ azioni ai soci di B}$$

$$1.500.000 * 75\% = 1.125.000 \text{ azioni ai soci di A}$$

$$375.000 / 200.000 = 375 \text{ nuove azioni di C ogni 200 B}$$

$$1.125.000 / 900.000 = 1.125 \text{ nuove azioni di C ogni 900 di A}$$

Nel caso in cui entrambe le società siano quotate, la determinazione dei rispettivi valori deve essere il frutto della combinazione tra:

- Stima analitica del valore aziendale;
- Stima del valore espresso dal mercato sulla base della media dei valori azionari registrati in un determinato arco temporale.

La differenza è pari a:  $\Delta C = \frac{C_{c.e.} - C_m}{C_m} \cdot 100$

- $C_{c.e.}$ : rapporto di cambio determinato in base al processo di stima analitico del valore aziendale;
- $C_m$ : rapporto di cambio espresso dal mercato in base all'andamento del titolo azionario nell'arco di tempo considerato.

Necessità di definire il valore unico.

Aspetti critici nella determinazione del rapporto di cambio.

Nella determinazione del rapporto di cambio è necessario che:

1. Il calcolo analitico sia sempre dimostrabile, obiettivo ed affidabile;
2. I criteri adottati nella stima del valore delle società coinvolte nell'operazione siano omogenei in vista del confronto delle relative assumptions di base adottate;
3. Le assumptions alla base della stima siano sempre affidabili e credibili, laddove la non affidabilità dei dati di input determina l'inattendibilità dei dati di output indipendentemente dalla bontà del modello utilizzato;
4. Il modello di stima del valore sia affidabile distinguendo tra l'approccio:
  - a. Giuridico;
  - b. Tecnico aziendale;
5. In presenza di diverse categorie di azioni siano definiti tanti concambi per quante sono le categorie omogenee di azioni. Inoltre bisogna tener conto dell'eventuale esistenza di obbligazioni convertibili, di warrants e stock options.
6. La partecipazione posseduta, soprattutto quella di controllo, non risenta dell'effetto di diluizione che potrebbe aprire la porta a possibili scalate ostili sull'incorporante. Per evitare tale effetto l'incorporante può, prima della fusione:
  - a. Aumentare il relativo Capitale Sociale, in via gratuita o a pagamento, emettendo nuove azioni riservate ai suoi azionisti;
  - b. Vendere ai soci di maggioranza le azioni della stessa società incorporante o della società incorporanda;
  - c. Vendere ai soci azionisti azioni della società incorporanda già possedute.

Il **modello di stima del valore** deve essere affidabile distinguendo tra l'approccio:

- **Giuridico**: in base al quale solo i metodi reddituali risultano pienamente compatibili con la disciplina della fusione anche quando utilizzati in via esclusiva. I metodi finanziari sono ritenuti, in questo ambito, poco utilizzabili, poiché costituiti più su dati prospettici che su valori storici in quanto richiedono un non

facile confronto delle relative assumptions. I metodi basati sui multipli, dal canto loro, oltre a presupporre la quotazione delle società, sono ritenuti poco utilizzabili in quanto risentono dell'efficienza strutturale del mercato.

- **Tecnico aziendale:** in base al quale la stima del valore solitamente passa attraverso l'impiego di più metodi all'interno di un processo che nella sua interezza deve risultare sempre obiettivo, affidabile e dimostrabile. In base alle caratteristiche dell'azienda e del mercato di riferimento infatti si individua un "metodo principale" e più "metodi di controllo".

Nel **modello di Larson e Gonedes**, il rapporto di cambio che mantiene le parti in equilibrio è costituito dal semplice rapporto dei prezzi di mercato al momento dell'annuncio. Tuttavia, il fattore decisivo per la valutazione di convenienza per le parti è rappresentato dalla reazione del mercato dopo la fusione: se essa evidenziasse il manifestarsi di sinergie positive o negative. In tal caso, infatti, il risultato per le parti sarebbe differente in quanto non proporzionale al capitale inizialmente investito.

## La previsione della crisi

**Stato di insolvenza:** inadempimenti i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

Un'impresa con un volume di uscite superiore a quello delle entrate, cioè in disequilibrio di tesoreria, dovrebbe essere automaticamente giudicata sottoponibile ad una procedura fallimentare. Con questa assunzione, l'equilibrio finanziario sembra possa essere associato all'equilibrio di Tesoreria.

In realtà occorre precisare che considerare espressivo dello stato di insolvenza unicamente il disequilibrio tra entrate ed uscite potrebbe essere riduttivo, in quanto, quando esso si palesa, l'impresa è in fase di **avvitamento della crisi**, oramai avanzata, e con grosse difficoltà di inversione del grado di pericolosità dello stesso.

In generale, la crisi aziendale ha **origini di natura strategica**, collegate **all'inadeguatezza della formula imprenditoriale rispetto al contesto competitivo**, che comincia a produrre effetti negativi in termini di scarsa economicità (a causa di prezzi non più remunerativi) e, solo in fase finale, si traduce in crisi finanziaria. È frequente che la diagnosi della crisi avvenga in una fase troppo avanzata, con grosse difficoltà di recupero. Per tale motivo, occorre individuare alcuni indicatori di equilibrio finanziario, oltre a quello di tesoreria, soprattutto per poter percepire in anticipo situazioni di difficoltà.

L'analisi del rischio di illiquidità (rischio finanziario o di credito) comporta quindi un'attenta valutazione, in modo da definire le probabilità che l'impresa non sia in grado di rimborsare i propri debiti nei tempi e/o negli importi concordati e che quindi essa si trovi nella condizione di non poter accedere tempestivamente alle risorse finanziarie necessarie per l'esercizio della propria attività a costi sostenibili. Un'attenta gestione del rischio di illiquidità comporta interventi di carattere **strategico e operativo**. I primi sono finalizzati a mantenere l'equilibrio finanziario della società e ad assicurare le risorse finanziarie per la sua sopravvivenza ed il suo sviluppo. È essenziale quindi la scelta di appropriate fonti di finanziamento, individuando il corretto rapporto tra equity e debito. Al riguardo è opportuno ricordare che la struttura finanziaria dovrebbe essere calibrata in modo da evitare il verificarsi da un lato di crisi di liquidità e dall'altro di situazioni di surplus monetario. Il primo di questi eventi si traduce in difficoltà di attuazione delle politiche di investimento e di rimborso dei crediti in scadenza, con effetti sulla sopravvivenza stessa dell'azienda. D'altro canto, le eccedenze di tesoreria comportano non fisiologici costi - opportunità, a motivo della maggiore onerosità delle fonti di provvista rispetto al rendimento delle attività liquide. Entrambe le posizioni individuano una situazione di disequilibrio finanziario. In generale è possibile distinguere tra:

1. **Crisi latente:** processo degenerativo lento ma forte. Le alterazioni si mantengono in parte celate e l'equazione economica trova ancora verifica. Si tratta di una posizione di equilibrio apparente, transitoria, che di per sé non garantisce la durevolezza dell'azienda ma nasconde, in assenza di urgenti misure di fronteggiamento, l'ulteriore sviluppo della crisi.

2. **Crisi manifesta:** si rendono evidenti i primi sintomi del disequilibrio aziendale. Perdite di esercizio, elevato indebitamento, stato di illiquidità, sono alcuni dei segnali che attestano la presenza di una crisi in atto. Le possibilità di risanamento dipendono dalla velocità con cui il fenomeno si sviluppa.
3. **Crisi acuta:** lo stato di disordine ha operato in così modo profondo da condurre la dinamica verso il limite inferiore della diseconomicità, oltre il quale sopraggiungono i punti di rottura del sistema. Si ha la necessità di interventi tempestivi e radicali per non cadere nell'irreversibilità.

Molteplici fattori, interni ed esterni, spesso concomitanti, possono causare difficoltà, compromettendo l'equilibrio economico - finanziario dell'azienda. Talvolta, tali fattori, se non individuati per tempo, possono minacciare la sopravvivenza stessa dell'impresa. Generalmente il management comincia a rendersi conto delle difficoltà quando:

- Aumenta l'indebitamento;
- Diminuisce la liquidità;
- L'azienda non produce utili o genera perdite;
- Il volume dei ricavi non cresce quanto crescono i costi; □ Diminuisce la quota di mercato.

Questi rappresentano i sintomi di una possibile crisi aziendale, ma non forniscono alcuna indicazione circa le cause della crisi stessa.

Al fine di cogliere con largo anticipo il manifestarsi di una crisi aziendale, è possibile ricorrere a due metodologie:

- **Modelli teorici:** permettono di calcolare la probabilità di fallimento dell'impresa a partire dalla combinazione di due variabili: valore di liquidazione e livello di indebitamento □ **Modelli empirici: tradizionali ed innovativi.**

In generale, tutti i modelli di previsione risultano essere tanto più efficaci quanto più riescono a far emergere con un congruo anticipo l'esistenza di anomalie nella gestione, al fine di implementare le opportune azioni correttive e strategiche di ristrutturazione, che possono salvare l'impresa dal fallimento.

Tra i **modelli empirici tradizionali** troviamo:

1. **Modelli semplici:**
  - a. **Analisi Sommarie:** l'individuazione ed interpretazione di una serie di fattori (notorietà del cliente, rating, volume acquisti effettuati, durata del rapporto, puntualità nei pagamenti);
  - b. **Tecnica dei Punteggi:** assegnazione di punteggi percentuali alle risposte determinanti in relazione all'insolvenza o ai ritardi di pagamento manifestatisi in passato;
2. **Modelli complessi:**
  - a. Analisi di bilancio;
3. **Modelli evoluti:**
  - a. Analisi univariata: applicazione di metodologie statistiche unidimensionali alla tecnica dell'analisi di bilancio;
  - b. Analisi multivariata: applicazione di metodologie statistiche multidimensionali, quali l'analisi discriminante, di cui un esempio è lo Z-Score.

Tra i **modelli empirici innovativi** troviamo:

- Componenti Principali;
- Analisi non Parametriche;
- Reti Neutrali; □ Algoritmi Genetici; □ Insiemi Sfocati.

Lo **Z-Score** è un indice dell'analisi fondamentale che serve per vedere con tecniche statistiche la probabilità di fallimento di una società.

Le **variabili** utilizzate per il calcolo dello Z-Score sono 8:

1. Vendite nette;
2. Risultato operativo;
3. Attività correnti;

4. Capitale investito;
5. Passività correnti;
6. Passività totali; 7. Utile non distribuito;
8. Valore di mercato.

La formula dello Z-Score di Altman permette di valutare il rischio di fallimento di un'impresa:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

con:

1.  $X_1$ : rapporto tra capitale circolante netto e capitale investito;
2.  $X_2$ : rapporto tra risultato di esercizio (in particolare l'utile non distribuito) e capitale investito;
3.  $X_3$ : ROI;
4.  $X_4$ : rapporto tra il valore di mercato delle azioni e il valore contabile dei debiti;
5.  $X_5$ : tasso di rotazione delle vendite.

Sulla base del modello Z-Score la probabilità di fallimento è:

- Alta, se  $Z < 1,79$ ;
- Medio - alta, se  $1,80 < Z < 2,69$  (probabile fallimento entro 2 anni); □ Media, se  $2,7 < Z < 2,99$  (richiede cautela nella gestione); □ Bassa se  $Z > 3$  (società finanziariamente solida).

## Il turnaround

Con l'espressione **Turnaround** si intende tutti i processi sistematici di risanamento e di rilancio delle imprese.

I cambiamenti messi in atto con una strategia di Turnaround hanno sovente caratteristiche omogenee:

- Sono improvvisi, urgenti e dettati da una incomparabile rapidità di decisione;
- Riguardano situazioni di difficoltà dell'impresa;
- Investono radicalmente a 360°;
- Coinvolgono tutti gli stakeholders, ai quali viene chiesto di sopportare dei sacrifici; □ Sono tesi al perseguimento dei seguenti obiettivi: ○ Ritorno all'equilibrio; ○ Ritorno alla redditività dell'impresa; ○ Ripresa di una vita normale proiettata al lungo termine.

Le **fasi negative** possono essere:

- **Cicliche:**
- **Strutturali.**

Le fasi negative cicliche possono condurre al ritorno al successo o all'eliminazione dell'impresa dal mercato.

Le fasi negative strutturali possono portare al declino. In caso di declino le soluzioni sono:

- Il Turnaround: che può essere con o senza sacrifici per gli stakeholders; □ La Cessazione: che può essere traumatica o meno.

Le **motivazioni** che spingono ad un'operazione di Turnaround sono:

1. Il convincimento che il settore non sia condannato ad un declino inesorabile;
2. Il convincimento che l'azienda possa essere in grado di competere partendo proprio dagli errori delle gestioni precedenti;
3. Il convincimento che nella fase di declino l'azienda possa conquistare posizioni e mantenere una buona redditività.

La **prima fase** del processo di Turnaround è rappresentata dalla **diagnosi interna**, che consiste nell'analisi delle cause che hanno portato al declino dell'impresa e alle perdite. In particolare, comprendere l'origine e valutare l'intensità della crisi è essenziale, in quanto proprio dalla diagnosi dipenderanno le scelte tra le varie opzioni di una strategia di Turnaround.

Le **principali cause** di una crisi aziendale sono:

- **Recessione:** osservabile dai seguenti sintomi:
  - a. Calo della domanda di beni;
  - b. Diminuzione del tasso di crescita della produzione;
  - c. Disoccupazione in aumento;
  - d. Riduzione del tasso di interesse in seguito al calo della domanda di credito da parte delle imprese.

L'impresa, al manifestarsi della recessione, può trovarsi **in condizione forte, mediamente forte o debole**.

In questo caso, la diagnosi si orienta su tre direzioni principali:

- a. La situazione economico - finanziaria;
  - b. La scelta dei clienti su cui investire per mantenere la fedeltà;
  - c. La determinazione dei costi da sostenere per strappare clienti ai rivali.
- **Cambiamenti nella tecnologia:** le aziende che vedono invadere il mercato, il settore o la nicchia da altri concorrenti, se vogliono evitare di uscire di scena devono mettere in atto cambiamenti repentini che coinvolgono soprattutto la funzione R&S e la funzione produttiva. In questi casi l'area finanziaria viene interessata in modo minore.
  - **Responsabilità del management:** possono essere:
    - a. **Incapacità:** carenza nella programmazione e nell'innovazione;
    - b. **Strategie errate:** dovute:
      - Alla scarsa duttilità nel cambiare operatività o segmenti di mercato;
      - Alla volontà di entrare in nuove aree, mercati o segmenti;
      - All'avvio di fasi di sviluppo eccessivamente veloci;
      - A progetti di ricerca sbagliati.
    - c. **Inefficienze:** quando una o più aree o funzioni aziendali operano con rendimenti e quindi con costi non in linea rispetto a quelli dei concorrenti;
    - d. **Inerzia.**
  - **Squilibrio finanziario - patrimoniale:** la successione con cui si passa dallo squilibrio alla crisi coinvolge le perdite economiche causate dall'eccezionale entità degli oneri finanziari provocati dall'eccessivo indebitamento.

Dalla diagnosi interna possono emergere 4 situazioni:

- **Non recuperabile;** ○ **Recupero temporaneo;** ○ **Sopravvivenza possibile;** ○ **Recupero sostenibile.**

In conclusione, la diagnosi interna valuta la natura stessa delle perdite:

- **Per intensità;** ○ **Sul risultato operativo;** ○ **In termini di indebitamento** (o più in generale la **componente finanziaria**).

È possibile scomporre il Turnaround in due macro - fasi distinte:

- **Salvataggio;**
- **Rilancio.**

Più nello specifico, le fasi del Turnaround sono:

1. Fermare l'emorragia e gestire i flussi;
2. Stabilire chi guida;

3. Valutare la capacità operativa;
4. Effettuare una valutazione di partenza;
5. Determinare il piano;
6. Stimolare nuove idee;
7. Generare liquidità;
8. Mostrare progressi misurabili.

Le due macro - fasi del Turnaround sono il salvataggio (o Retrenchment) ed il Rilancio.

Gli obiettivi della fase di retrenchment sono:

- **Sopravvivenza;**
- **Ottenimento di Cash Flow positivi.**

Le strategie adottabili sono:

- Liquidazioni;
- Disinvestimenti;
- Miglioramento dell'efficienza operativa;
- Riduzione dei costi fissi;
- Sfoltimento della gamma di prodotti.

Gli obiettivi della fase di rilancio sono:

- **Redditività a m/l termine;**
- **Sviluppo della quota di mercato.**

Le strategie adottabili sono:

- Penetrazione di mercato;
- Concentrazione o segmentazione;
- Ricerca di nuovi mercati;
- Acquisizioni di imprese;
- Aumento della gamma di prodotti;
- Controllo dei costi;
- Ottimizzazione delle capacità produttive.

I fattori di un Turnaround di successo sono:

- **Produzione a bassi costi:**
  - Efficienza produttiva;
  - Efficienza nella gestione delle scorte; ○ Bassi costi fissi;
  - Semplificazione del processo produttivo;
- **Differenziazione di prodotto:**
  - Caratteristiche distinte dalle concorrenti; ○ Affidabilità e prestazioni superiori; ○ Qualità dei prodotti;
  - Miglioramento del consumo dei prodotti;
- **Leadership:**
  - Attenzione concentrata sulla gestione operativa;
  - Stabilità del management e ampio consenso da parte dei collaboratori sul turnaround; ○ Leadership con esperienza nel settore; ○ Leadership con esperienza tecnica; ○ Innovazione dei metodi di gestione;
  - Cambiamenti incrementali; ○ Chiarezza nei rapporti con i collaboratori.

Ciò può condurre alla conclusione del processo ed al ritorno alla creazione di valore.

Quali sono le aziende in crisi?

Per **aziende in crisi** si intende le aziende **con redditività inferiore alla media** (dovuta a crisi da inefficienza, da sovraccapacità - rigidità, da decadimento dei prodotti, da carenze di programmazione ed innovazione) o **con indebitamento superiore alla media**, cioè con struttura finanziaria sbilanciata, talvolta a causa di fattori contingenti (investimenti eccessivi, perdite straordinarie).

Non tutte le aziende in crisi sono aziende target. A tal fine è necessario che:

1. Siano leader nel proprio settore o nicchia;
2. Siano rinomate o con un buon brand;
3. Facciano parte di un settore che "abbia futuro";
4. Siano dotate di un buon sistema di reporting e di controllo.

Difficilmente saranno oggetto di turnaround le aziende:

- Con tecnologie soggette a obsolescenza;
- Appartenenti a settori altamente competitivi a causa dei continui mutamenti tecnologici; □
- Appartenenti a settori facilmente replicabili in paesi a basso costo della manodopera; □
- Che presentano un'eccessiva concentrazione della clientela.

Risulta fondamentale anche la forma di disinvestimento, che viene valutata fin da subito durante la selezione della target. In particolare, le possibilità di disinvestimento sono:

- Cessione ad una impresa Buyer;
- Vendita ad un investitore finanziario;
- Quotazione in borsa;
- Riacquisto da parte degli ex soci o acquisto da parte dei soci di minoranza o del management.

Un Turnaround di successo deve quindi:

- Creare una forte discontinuità con il passato;
- Accelerare i tempi;
- Gestire il sistema, non il problema; □ Dare una visione del futuro.

I fondi di private equity tradizionali tendono a non investire in aziende in crisi, bensì prediligono basso profilo di rischio, utili e margini relativamente stabili e prevedibili, una generazione di cassa che sostenga indebitamenti elevati.

Ciò vuol dire che non è facile trovare investitori per aziende in crisi.

L'intervento di fondi dedicati a Situazioni Speciali sovente permette il salvataggio dell'azienda, del suo nome, della sua storia, della sua presenza internazionale e del suo valore intangibile (knowhows accumulati). Ciò comporta anche:

- Salvaguardia dei livelli occupazionali;
- Tutela per i clienti in merito alla continuità di fornitura di prodotti e/o servizi;
- Mantenimento dell'indotto;
- Migliore e/o più rapido recupero dei crediti vantati da terzi.

**Turnaround Financing:** acquisto di strumenti finanziari, a titolo di capitale di rischio o di debito, di società in crisi finanziaria, ovvero di aziende che, a causa di risultati reddituali e/o patrimoniali negativi, si trovano in una situazione prossima al fallimento, con l'obiettivo di riportarle "in bonis", intervenendo drasticamente nella gestione aziendale. Questa tipologia di investimenti ha come oggetto generalmente partecipazioni di controllo, titoli di debito, acquisizione da procedure concorsuali, tramite affitto di azienda o concordato stragiudiziale.

**Vulture Funds:** classe di Value Investors, cioè investitori che investono in società che presentano valutazioni scontate rispetto al loro valore contabile.

A seconda del tipo di strategia, si distinguono:

- **Passive Vulture Funds:** effettuano investimenti di minoranza, non entrando nella gestione, per logiche di diversificazione di portafoglio, mediante l'acquisto di azioni o obbligazioni quotate;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- **Active Vulture Funds:** effettuano investimenti di minoranza qualificata con coinvolgimento nella gestione futura e nella predisposizione del Piano di Ristrutturazione mediante l'acquisto di azioni ed obbligazioni quotate o non;
- **Aggressive Vulture Funds:** mirano ad acquisire il controllo dell'azienda, mediante l'acquisto di azioni o obbligazioni quotate e non, per influenzare l'esito del Piano di Ristrutturazione. La loro attività si inserisce nel Chapter 11 del Bankruptcy Reform Act del '78. Ciò permette alla società target la sospensione delle azioni legali dei creditori e assegna al management la proposizione di un piano di Ristrutturazione.

In Italia esistono pochi operatori specializzati in questo tipo di operazioni. Secondo l'AIFI i fondi specializzati in turnaround sono tre:

- Management&Capitali (capitalizzazione 551 milioni di euro); □ Orlando Italy Special Situation (200 milioni di euro); □ Atlantis Capital Special Situation (100 milioni di euro).

In Italia non mancano opportunità di investimento per questi fondi. Non a caso sono frequenti i casi di "good businesses with bad balance sheets".

Le principali ragioni della scarsa presenza di operazioni di turnaround sono:

- Giovane età del mercato italiano del private equity, che deve ancora raggiungere la propria maturità nelle tipiche operazioni di buy out;
- Complessità del quadro normativo italiano, orientato più alla tutela dell'interesse dei creditori che non a preservare il valore e la continuità aziendale;
- Mancanza di competenze specifiche all'interno dei fondi di PE tradizionali;
- Le banche preferiscono evitare di avventurarsi in operazioni di ristrutturazione e si affidano di frequente alle procedure concorsuali, mostrando un approccio conservativo;
- Legislazione sul lavoro poco flessibile, è impossibile operare significative ristrutturazioni dell'organico di aziende in crisi.

Gli investitori in situazioni di crisi approfittano dell'inefficienza del mercato e capitalizzano sulla loro migliore comprensione e gestione delle situazioni di crisi e del rischio a loro connesso. D'altro canto, gli investitori in situazioni di crisi creano valore per l'azienda:

- Apportando esperienza clinica, utile a perfezionare i progetti di riorganizzazione;
- Apportando capacità negoziali e finanziarie;
- Riducendo i tempi e quindi i costi di transazione della crisi;
- Fornendo il capitale necessario alla realizzazione dei piani;
- Rafforzando la struttura manageriale con l'inserimento di turnaround manager di consolidata esperienza e credibilità;
- Agendo sulle società partecipate come vero e proprio "catalizzatore del cambiamento" con un approccio "hands - on";
- Riportando fiducia ed entusiasmo nel sistema azienda;

e quindi mantengono il valore intangibile dell'azienda stessa (facendo sopravvivere l'azienda o riducendo l'esodo di capitale umano).

La loro presenza è molto apprezzata dalle istituzioni, imprenditori e banche, in quanto sono una alternativa credibile alla liquidazione delle società in crisi ed alla dispersione del loro valore economico.

Il loro intervento permette il salvataggio dell'azienda, del suo nome, della sua storia, della sua presenza nei mercati e del suo valore intangibile; ma permette anche la salvaguardia dei livelli occupazionali, la continuità di fornitura del prodotto/servizio offerto, il mantenimento dell'indotto ed il migliore recupero dei crediti vantati da terzi.

I fattori di successo di un investimento sono:

1. Individuare buone società con brutti bilanci;
2. Cercare venditori motivati;

3. Effettuare corrette valutazioni, correnti e prospettive, della società;
4. Identificare potenziali controparti per la vendita una volta risanata la società;
5. Comprendere pienamente gli aspetti di rischio connessi all'operazione;
6. Saper gestire la complessità legale;
7. Mantenere elevati standard di due diligence e contrattualistica;
8. Scegliere il timing giusto per investire.

# Carlesi

## Finanza agevolata

Per **finanza agevolata** si intende:

- **In senso lato:** qualsiasi strumento che il legislatore mette a disposizione delle imprese al fine dell'ottenimento di un "vantaggio competitivo";
- **In senso stretto:** interventi di legge che vanno tipicamente a finanziare attività di investimento e di sviluppo delle imprese.

Gli **elementi fondamentali** della finanza agevolata sono:

- **Definizione delle "tipologie di investimento ammissibili".** Non esistono finanziamenti agevolati generalizzati;
- **Assenza o presenza di una valutazione qualitativa dell'investimento.** In particolare si parla di:
  - **Interventi a pioggia** (l'agevolazione viene erogata per il solo fatto di aver effettuato l'investimento);
  - **Interventi mirati** (deve essere valutata la coerenza dell'investimento con i principi e lo spirito della normativa di riferimento).

La finanza agevolata ha subito in Italia due fasi di sviluppo:

- La prima fase è stata caratterizzata da interventi a pioggia, nell'ambito di una "politica assistenziale" della crescita, che permettesse il recupero del ritardo di sviluppo del sistema industriale italiano rispetto a quelli dei paesi anglosassoni (fase di accumulazione);
- La seconda fase, iniziata negli anni '90, è stata caratterizzata da vincoli di bilancio sempre più stringenti, che hanno determinato una più attenta allocazione delle risorse finanziarie (fase di destinazione delle risorse ottenute dalle imprese ad obiettivi specifici). Durante questo periodo si assiste ad una netta riduzione degli interventi "a pioggia" e ad un progressivo spostamento delle strategie agevolative da base nazionale a base comunitaria.

Le **fonti** della finanza agevolata sono:

- Legislazione comunitaria;
- Legislazione nazionale;
- Legislazione regionale;
- Norme di altri enti (province, comuni, enti economici territoriali);
- Strumenti di natura privatistica o mista pubblico/privato (associazioni di categoria: Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura).

Le agevolazioni possono essere suddivise in:

1. **Agevolazioni con contributi:**

- **Contributo in conto capitale - a fondo perduto** (non è richiesta la restituzione). Erogato a fronte di documenti di spesa quietanzati. Relativo ad opere o beni strumentali.
  - **Contributo in conto esercizio - a fondo perduto**. Tassato in quanto considerato ricavo. Copre costi di gestione corrente relativi ad un progetto.
  - **Contributo in conto interessi - concesso su un finanziamento a medio-lungo termine ottenuto a condizioni di mercato**. Agevolazione successiva all'ottenimento del finanziamento. Viene spesso erogato al finanziatore che può così abbassare il tasso.
2. **Altre agevolazioni:**
- **Mutuo agevolato - contributo in conto interessi in cui esiste la contemporaneità tra concessione del finanziamento e agevolazione**. Il mutuo può essere erogato solo a tassi agevolati.
  - **Contributo in conto canoni - a fondo perduto**, per leasing stipulati a costo di mercato.
  - **Concessione di garanzie da parte dello Stato**, il quale pagherà il debito contratto dall'impresa in caso di insolvenza. Tale garanzie si distinguono in:
    - **Sussidiarie**: lo Stato interviene solo dopo che il creditore ha escusso la garanzia (una volta concluse le procedure esecutive).
    - **Integrative**: lo Stato può intervenire anche prima della conclusione delle procedure esecutive.
3. **Agevolazioni fiscali:**
- **Bonus**: viene consegnato al concessionario delle imposte. Deve essere utilizzato entro 5 anni dalla concessione e va a coprire tutte le imposte che confluiscono sul conto fiscale.
  - **Credito d'imposta**: utilizzabile per il periodo d'imposta nel corso del quale è stato concesso per la copertura delle imposte dovute. Non è possibile il rimborso.

Le procedure di agevolazione si distinguono in:

1. **Automatica** (che non prevede istruttoria). Il finanziamento, erogato in percentuale delle spese ammissibili, viene concesso a domanda presentata su specifici bandi. In questo caso, si controlla esclusivamente la regolarità formale. I contributi vengono erogati in ordine cronologico di presentazione della domanda.
2. **Valutativa**: si applica a progetti o programmi complessi da realizzare dopo la presentazione della domanda. Si controlla che il progetto rispetti gli obiettivi della legge agevolativa, che ci sia il possesso dei requisiti per accedere e la congruità delle spese, oltre che la validità economico-finanziaria del progetto stesso.
3. **Negoziabile**: per interventi di sviluppo settoriale e territoriale (patti territoriali e contratti di area). Il bando punta a reperire i contraenti indicando chiaramente i criteri di selezione (obiettivi territoriali o settoriali, ricadute tecnologiche, effetti occupazionali, capacità dei proponenti e costo dei programmi).

La procedura valutativa è ulteriormente suddivisibile in:

- **A graduatoria**: la selezione dei progetti è basata su parametri oggettivi predeterminati e, attraverso una valutazione comparata, si creano le graduatorie. I progetti vengono finanziati sino all'esaurimento dei fondi scorrendo la graduatoria.
- **A sportello**: l'istruttoria avviene in ordine cronologico di presentazione della domanda ed anche le agevolazioni (se i progetti vengono ammessi) vengono concesse considerando tale parametro.

Per selezionare i soggetti beneficiari, si prendono in considerazione i seguenti criteri:

1. **Criterio dimensionale** (piccola, media e grande);
2. **Criterio della tipologia di attività** (di produzione beni, di servizi, ecc.);
3. **Criterio del settore di appartenenza** (siderurgia, settore navale, ecc.);
4. **Criterio della localizzazione geografica** (relativa all'investimento in oggetto).

Per quanto riguarda il criterio dimensionale, sono stati fissati dei **parametri** per la definizione di piccole e medie imprese. In particolare:

	Numero dipendenti	Fatturato	Stato Patrimoniale
Microimprese	< 10	< 2 mln. €	< 2 mln. €

Piccole imprese	< 50	< 10 mln. €	< 10 mln. €
Medie imprese	< 250	< 50 mln. €	< 43 mln. €

Sono ammesse partecipazioni detenute da imprese di maggiori dimensioni con soglia consentita sino al 25% (esistono alcune eccezioni a tale regola: investitori istituzionali senza controllo, società di investimento pubbliche).

I tre requisiti devono coesistere.

**Aiuti di Stato:** qualsiasi vantaggio, suscettibile di valutazione economica, concesso dalle autorità pubbliche a favore di un'impresa senza contropartita o con contropartita minima.

Tali aiuti sono ammessi solo nel limite di determinati massimali fissati in percentuale sugli investimenti ed espressamente autorizzati dalla Commissione europea. Costituiscono un'eccezione a tale regola gli aiuti di piccola entità, definiti dalla UE "de minimis", che si presume non incidano sulla concorrenza in modo significativo. In particolare, l'importo di tali aiuti non può superare, nell'arco di tre anni, i 100.000 euro. Un'altra eccezione a questa regola è quella in relazione ai mercati su cui vanno ad incidere le imprese che ottengono l'aiuto (solo nazionale o extracomunitari) (problema della concorrenza potenziale).

Non sono aiuti di Stato i "provvedimenti generali" di sostegno economico (validi per tutte le imprese di tutti i settori). Inoltre, non costituiscono aiuti di Stato quelli collegati a calamità naturali o eventi eccezionali (controllo della Commissione sulla adeguatezza degli aiuti ai danni).

Gli aiuti di Stato sono ammessi per le **piccole - medie imprese** se l'incentivo è destinato a realizzare obiettivi altrimenti irraggiungibili. Gli investimenti ammessi sono definiti dal legislatore comunitario e, per ogni tipologia, è prevista una differente intensità di aiuto in base alla localizzazione (zone obiettivo).

## Ricerca, innovazione e impresa

Dal Consiglio Europeo di Lisbona (2000) ci si è posti come obiettivi quelli di:

- Fare dell'Europa un'economia con conoscenze e dinamismo superiori al resto del mondo; □ Garantire un clima favorevole alle piccole - medie imprese e maggiore convergenza.

Il Consiglio Europeo del 2004 ha evidenziato che "la competitività, l'innovazione e la promozione di una cultura imprenditoriale sono condizioni determinanti per la crescita, sia per l'economia nel suo insieme che per le piccole - medie imprese".

Per quanto riguarda l'**innovazione**, quest'ultima può essere:

- **Incrementale:** se si migliora il processo/prodotto partendo dall'esistente. Si tratta di un processo continuo, spesso inavvertito, e a basso rischio.
- **Radicale:** causa una "rottura" negli equilibri aziendali e di mercato (es. prodotto assolutamente nuovo). Tale processo è caratterizzato da un elevato livello di rischio. Possono sorgere problemi rilevanti di finanziamento.

L'innovazione incrementale avviene in tutte le imprese (piccole, medie e grandi).

L'innovazione radicale è idealmente più gestibile da piccole o nuove imprese, caratterizzate da una minore rigidità organizzativa. Generalmente, scaturisce dai reparti di R&S delle grandi imprese, da collaborazioni con università o istituti di ricerca o, infine, da spin off della ricerca.

L'innovazione può coinvolgere imprese già funzionanti oppure può accadere che alcune aziende nascano con l'intenzione di sfruttare un'idea innovativa.

Rapporti ricerca - impresa:

- Difficili nel caso di piccole - medie imprese;

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Meno difficili ma ancora non particolarmente sviluppati nel caso di imprese medio-grandi e grandi; □ Molto stretti nel caso di spin-off della ricerca.

Elementi indispensabili per fare impresa:

- Business Idea;
- Capacità imprenditoriale; □ Risorse finanziarie.

Nel Libro Verde, l'imprenditorialità viene definita come uno stato mentale ad un processo volto a creare e sviluppare l'attività economica combinando disponibilità a rischiare, creatività e/o innovazione con una sana gestione nell'ambito di una organizzazione nuova e/o esistente.

Le imprese innovative sono caratterizzate da una **difficile valutabilità del possibile successo dell'iniziativa imprenditoriale**, collegata ai seguenti elementi:

- Rischio di non poter sfruttare l'innovazione;
- Cultura imprenditoriale spesso limitata; □ Opacità ed asimmetrie informative; □ Elevato livello di novità.

Le imprese innovative sono spesso caratterizzate da **notevoli problemi di finanziamento** a causa dei seguenti elementi:

- **Asimmetrie informative**: non si riesce a valutare il rischio; spesso neanche l'imprenditore riesce a formulare ipotesi accettabili sui ritorni dell'investimento.
- **Elevato rischio di fallimento dell'iniziativa**: assume più rilevanza nelle piccole o nuove imprese.
- **Ordine di scelta**: le imprese tendono a finanziarsi con un certo ordine di preferenza (autofinanziamento, capitale proprio, indebitamento), rendendo più difficile il finanziamento delle nuove iniziative.

Le fonti elettive per il finanziamento dell'innovazione nelle nuove o piccole imprese:

- Sono a lungo termine;
- Non richiedono garanzie; □ Sopportano il rischio.

In Italia è presente:

- Una buona propensione alla nascita (poco meno di 250.000 nuove imprese annue negli ultimi anni);
- Una scarsa tendenza alla crescita (quasi l'80% delle nuove imprese, dopo un anno, non ha fatto registrare aumenti significativi di fatturato o ha cessato l'attività).

Differenze Stati Uniti - Europa:

- USA: le imprese nascono piccole per una sorta di test del mercato e poi o si espandono rapidamente o escono;
- Europa: permanenza sul mercato di imprese che non crescono (Italia, in particolare). Molte nuove iniziative non arrivano neanche al test di mercato.

Quindi, si osserva un differente atteggiamento nei due ambiti verso il fallimento (le imprese ed i progetti molto innovativi sono per definizione a rischio fallimento).

Osserviamo, per ogni categoria, che le nuove imprese sono per il 73% self - employed, 6% gamberi e 11% gazzelle, e, per il restante 10%, sono stabili (8%) e robuste (2%).

**Barriera finanziaria**: maggiore costo rispetto ad imprese già operanti e impossibilità di ottenere mezzi finanziari nella quantità e nella qualità necessarie.

Le imprese innovative, essendo caratterizzate da un elevato grado di novità, comportano un maggior rischio per i terzi ed un maggiore vincolo finanziario.

Gli elementi che ostacolano la nascita ed il primo sviluppo dell'impresa innovativa sono:

- Difficoltà di accesso ai mercati innovativi (34%); □ Reperimento di risorse umane per l'innovazione (31%); □ Ricerca ed ottenimento di risorse finanziarie (29%).

Il supporto finanziario risulta fondamentale, dal momento che le nuove imprese nascono sottocapitalizzate (più dell'80% con capitale sociale inferiore ai 25 mila euro) ed i nuovi imprenditori non hanno in genere conoscenze specifiche in campo finanziario.

Inoltre, solo lo 0,4% delle imprese nasce sotto la spinta di agevolazioni finanziarie esistenti, e la percentuale è costantemente in diminuzione. In particolare, si sta progressivamente abbandonando la logica del prestito (agevolato e non) e si punta di più su strumenti ed operatori nel campo del capitale di rischio. Per queste motivazioni, occorre aumentare il livello di cultura finanziaria degli imprenditori.

Business Angels (Italia):

- Pianeta poco esplorato, con ancora una certa opacità di funzionamento;
- Alta potenzialità di finanziamento della nuova impresa, grazie al loro modus operandi; □ Investimento medio di taglio ridotto (inferiore a 100.000 euro); □ Ottica ancora localistica, anche se in allargamento (grazie ai BAN).

### **Ipotesi sul sistema territoriale a supporto delle start-up innovative**

I numerosi attori esistenti sul territorio devono creare un network che renda possibili:

- Effetti sinergici delle singole azioni messe in atto;
- Condivisione del rischio relativo al finanziamento;
- Effetto staffetta sul finanziamento;
- Diminuzione delle opacità informative;
- Superamento o attenuazione delle barriere all'entrata e allo sviluppo.

### **Conclusioni**

Gli effetti delle singole azioni messe in atto dai vari attori pubblici necessitano di coordinamento, al fine di evitare sprechi di risorse o comunque un uso non ottimale delle risorse in vista dell'obiettivo di innovazione del sistema.

Le nuove o piccole aziende innovative non devono essere assistite per la sopravvivenza, ma deve essere dato loro un supporto che permetta l'inserimento sul mercato ed un rapido sviluppo.

La ricerca di un network così ipotizzato (Modello Cambridge, per esempio) può facilitare l'innovazione del sistema.

# **I nuovi programmi di agevolazione finanziaria a livello europeo Horizon 2020**

Finanziamenti europei per le piccole - medie imprese innovative.

Horizon 2020 offre **sostegno finanziario** tramite:

- **Sovvenzioni;**
- **Prestiti;**
- **Garanzie;**
- **Programmi e servizi di assistenza.**

In linea generale, è possibile distinguere tra:

- Contributi disponibili direttamente dall'UE (programmi tematici o comunitari);

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Contributi indiretti tramite programmi nazionali o regionali su fondi UE (fondi strutturali); Gli obiettivi di Horizon 2020 sono:
  - **Superamento della crisi generalizzata;**
  - **Eliminazione delle lacune del modello di crescita;**
  - **Crescita intelligente, sostenibile e solidale:** ○ Intelligente: istruzione, ricerca e innovazione;  
○ Sostenibile: economia con basse emissioni di CO<sub>2</sub>; ○ Solidale: creazione di posti di lavoro e riduzione della povertà.

Obiettivi quantitativi entro il 2020:

- Tasso di occupazione al 75% (20 - 64 anni);
- Aumento investimenti in R&S al 3% del PIL;
- Riduzione gas serra del 20% rispetto al 1990;
- Utilizzo fonti rinnovabili al 20%;
- Riduzione tassi di abbandono scolastico precoce sotto al 10%;
- Aumento al 40% dei 30-34enni laureati;
- Riduzione di 20 mln. di persone a rischio povertà.

Tali obiettivi sono realizzabili?

- Nel 2013 livello di occupazione nell'UE è pari al 68,4% (Italia 59,8% - obiettivo 67%).
- Nel 2013 gli investimenti in R&S sono pari al 2,02% PIL UE (Italia 1,25% - obiettivo 1,53%).
- Nel 2012 i gas serra sono stati ridotti del 17,9% rispetto al 1990 (Italia ha già raggiunto il suo obiettivo nazionale).
- I laureati rappresentano nell'UE nel 2013 il 36,9% del totale (Italia con la peggiore performance).
- Nel 2013 121 milioni di europei a rischio povertà (peggioramento rispetto al 2008 di 4 mln. - Italia quasi il 29% della popolazione è a rischio povertà).

Horizon 2020 si inserisce nel quadro della Strategia Europa 2020, la quale comprende anche l'iniziativa Faro Unione per l'innovazione.

La **strategia Europa 2020** è finalizzata al superamento della crisi mediante una crescita:

- Intelligente; □ Sostenibile; □ Inclusiva.

**Innovation Union per l'imprenditoria:**

- Miglior accesso ai finanziamenti;
- Norme più favorevoli all'innovazione;
- Processo di normazione più rapido (emanazione regolamenti);
- Registrazione brevetti più economica;
- Sostegno all'innovazione da parte dei poteri pubblici;
- Partenariati per una maggiore competitività;
- Accesso più semplice ai programmi europei di ricerca e innovazione.

**Iniziativa Faro "Unione dell'innovazione":**

- Orientare la politica di R&S e innovazione per far fronte alle sfide sociali;
- Consentire all'Europa la sua imposizione sulla scena mondiale nel settore scientifico; □ Creare mercato interno di competenze, brevetti ed appalti nel campo dell'innovazione; □ Promuovere una rapida realizzazione delle idee sul mercato.

Horizon 2020 raggruppa in un unico quadro di riferimento e di regole le precedenti azioni comunitarie 2007 - 2013:

- VII programma quadro di R&S;
- Programma quadro per la Competitività e l'Innovazione; □ Istituto europeo di Innovazione tecnologica.

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

Inoltre finanzia tutte le fasi del processo di innovazione, dalla ricerca di base alla diffusione sul mercato.

Le principali **novità** di Horizon 2020 sono:

- Semplificazione delle procedure amministrative per l'accesso ai finanziamenti;
- Approccio di apertura ai nuovi partecipanti;
- Integrazione di ricerca e di innovazione;
- Maggiore spazio ai giovani scienziati; □ SME Instrument.

Risultati dei primi 100 bandi: significativa partecipazione. Tuttavia:

- Il finanziamento interessa soltanto il 12% - 14% degli applicanti; □ Le Università sono i principali destinatari dei fondi.

Partecipazione delle PMI:

- Aumento rispetto a quella del 7PQ;
- Obiettivo fissato dalla Commissione raggiunto e superato.

D'altro canto, è necessario sottolineare la **difficoltà di accesso ai finanziamenti**:

- Elevata competizione; □ Innovazione radicale;
- Costruzione consorzio.

La mancata partecipazione ad Horizon 2020 dipende da:

- Burocrazia ed oneri relativi all'accesso ai bandi europei; □ Timore di non rientrare nei topic previsti dai bandi.

Inoltre, le imprese applicanti hanno riscontrato difficoltà nel comprendere l'impostazione della proposta (Sme Instrument).

**Sme Instrument:** organizzazione in tre fasi:

- Valutazione della fattibilità;
- Dimostrazione e prima applicazione commerciale; □ Commercializzazione.

Tali fasi ricalcano l'intero ciclo innovativo.

Per quanto riguarda la **partecipazione** allo Sme Instrument, si rileva:

- Elevata partecipazione da parte di tutta l'Europa.
- Intensa attività italiana rispetto agli altri Stati europei: ○ Italia prima per numero di partecipanti; ○ Italia prima nei finanziamenti soltanto nell'ambito dell'ultima cut - off.

Lo scarso ottenimento di finanziamenti da parte dell'Italia può essere spiegato considerando i seguenti fattori:

- Attivazione ritardata dei ministeri e delle regioni in previsione di misure di sostegno; □ Sottomissione iniziale di proposta di scarsa qualità.

Il 40% delle imprese partecipanti ha meno di 3 anni di età (Start up).

Il 36% delle imprese finanziate ha un'età compresa tra i 4 ed i 10 anni.

Per quanto riguarda il **confronto beneficiari**, si nota un calo significativo dei beneficiari da fase 1 a fase 2.

Ipotesi iniziali:

- Attesa esiti fase 2 o proposta per fase 2 in corso d'opera (confermata da Interviste a PMI italiane beneficiarie in fase 1);
- Minore disponibilità di risorse per questa seconda fase (confermata dall'analisi del budget).

Soltanto 6 PMI italiane sono risultate beneficiare in entrambe le fasi. In particolare si tratta di imprese che svolgono la loro attività da più di 10 anni e che, in base al fatturato annuo e al numero dei dipendenti, rientrano nella categoria delle piccole imprese.

#### Ulteriori informazioni:

- Presentazione reiterata delle proposte prima di ottenere il finanziamento;
- Problematicità nell'individuazione dei partner;
- Spin-off universitarie non hanno incontrato problemi. Al riguardo, l'assistenza di esperti del mondo accademico permette:
  - La costruzione rapida di un'ottima proposta;
  - L'estrazione di innovazioni che possono avere un impatto significativo sul mercato.

Il **consulente** gioca un ruolo fondamentale:

- APRE;
- Enterprise Europe Network; □ Consulenti privati.

Le imprese propongono i seguenti **miglioramenti**:

- Limitazione delle reiterazioni delle presentazioni sulla base delle soglie di punteggio;
- Facilitazione dell'accesso ai finanziamenti per la seconda fase; □ Migliorie relative alla valutazione dei progetti; □ Incremento delle disponibilità finanziarie.

Conclusioni:

- Horizon 2020 rappresenta una grossa opportunità per le PMI innovative.
- Generale soddisfazione delle PMI innovative, che hanno apprezzato la rapidità delle valutazioni.
- PMI del campione analizzato non hanno gli strumenti per partecipare con le sole proprie forze e devono quindi ricorrere all'ausilio di un consulente.
- Si prevede un incremento del numero di imprese che saranno finanziate: ○ Sono stati superati i problemi iniziali; ○ È aumentato il budget dedicato allo strumento.

## Possibili domande

### Parte M&A

1. INDICARE QUALI SONO GLI ELEMENTI CONNESSI ALLA POSSIBILITA' DI RIDURRE I COSTI NELLE M&A:

La riduzione dei costi fa parte delle "motivazioni ragionevoli/strategiche". I vantaggi conseguibili sono: economie di scala (riuscire a ridurre i costi unitari utilizzando il surplus di capacità produttiva e/o distribuendo i costi fissi su un maggior numero di unità prodotte), economie di integrazione verticale (controllo sui fornitori, mentre un eccesso di integrazione può provocare un effetto contrario, l'outsourcing), economie di scopo (combinazione di risorse complementari; a seguito dell'acquisizione ciascuna impresa può riempire gli spazi vuoti dell'altra con le proprie risorse), utilizzo dell'eccesso di fondi, eliminazione delle inefficienze, razionalizzazione delle strutture di gruppo e struttura finanziaria.

2. QUALI SONO I FATTORI CHE HANNO LIMITATO LO SVILUPPO DELLE OPERAZIONI DI M&A IN ITALIA FINO AGLI ANNI '80:

I fattori che hanno limitato lo sviluppo delle operazioni di M&A in Italia fino agli anni '80 sono: illiquidità delle imprese; modelli di proprietà chiusi; rigidità del fattore lavoro; assenza di un mercato borsistico efficiente.

3. INDICARE GLI ELEMENTI CHE CONDIZIONANO IL RAPPORTO DI CAMBIO DEFINITIVO:

Questi elementi sono: caratteristiche economico-giuridiche delle azioni o quote scambiate; diverso godimento delle azioni o quote scambiate; presenza di eventuali conguagli in denaro; status di società quotata; eventuale presenza di obbligazioni convertibili; valutazioni di natura extra-contabile.

4. L'AVANZO DA ANNULLAMENTO E' LA DIFFERENZA (POSITIVA O NEGATIVA) TRA PATRIMONIO NETTO DELLA INCORPORATA E L'AUMENTO DI CAPITALE DELIBERATO DALLA INCORPORANTE NECESSARIO A DISTRIBUIRE LE AZIONI DI QUESTE ULTIME AI NUOVI SOCI. Falso: questo è il Disavanzo da Concambio.

6. CON LA LETTERA DI CONFIDENZIALITA' SI TESTIMONIA LA CONCRETA DISPONIBILITA' DELLE PARTI A CONDURRE SERIAMENTE LA TRATTATIVA. Falso, è la Lettera di Intenti.

7. IL RAPPORTO DI CAMBIO TEORICO PER FUSIONE PER INCORPORAZIONE E' DATO DA:

Determinazione del **rapporto di cambio teorico** nel caso di **fusione per incorporazione**:

$$Va = Wa/Na \quad Vb = Wb/Nb$$

$$Rc = Vb/Va = (\rightarrow b/\rightarrow a) \cdot (Na/Nb)$$

- Va: valore effettivo dell'azione A;
- Wa: valore del capitale economico della società incorporante;
- Na: azioni emesse dalla società incorporante;
- Vb: valore effettivo dell'azione b;
- Wb: valore capitale economico della società incorporanda; □ Nb: azioni emesse dalla società incorporanda.

8. COSA SI INTENDE PER METODO INDIRECTO NELLA VALORIZZAZIONE DELLE SINERGIE OPERATIVE:

Solitamente si indica come metodo differenziale, e lo si definisce come il metodo che valorizza le sinergie come differenza tra l'Enterprise Value Stand Alone e quello comprendente le Sinergie.

9. COSA SI INTENDE PER INDICI DI VITALITA':

Un'azienda si dice vitale quando l'ammontare dei ricavi e delle spese per il lavoro dipendente con contributi è maggiore del 40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi precedenti a quello suddetto.

10. OCCORRE DIFATTI RICHIAMARE L'ATTENZIONE SUL FATTO CHE LE EVENTUALI MANOVRE DI INQUINAMENTO EFFETTUATI SUI BILANCI SONO SOPRATTUTTO NELL'AMBITO:

11. INDICARE LE CAUSE CHE PORTANO ALLA CRISI DI UNA IMPRESA:

La crisi aziendale ha origini di natura strategica collegate ad una inadeguatezza della formula imprenditoriale rispetto al contesto competitivo, che comincia a produrre effetti in termini di scarsa economicità (a causa dei prezzi non più remunerativi) e, solo in fase finale, si traduce in crisi finanziaria.

Le **principali cause** di una crisi aziendale sono:

- **Recessione**
- **Cambiamenti nella tecnologia;**
- **Responsabilità del management;**
- **Squilibrio finanziario - patrimoniale.**

12. INDICARE BREVEMENTE COSA SI INTENDE PER SINERGIE FISCALI E FINANZIARIE NELLE M&A:

Le sinergie fiscali riguardano la possibilità di compensazione delle perdite fiscali; le sinergie finanziarie riguardano il miglioramento della struttura finanziaria e la riduzione del rischio residuale.

13. NEL BOOTSTRAP GAME L'IMPRESA ACQUISITA HA UN RAPPORTO EV/UTILI ELEVATO. Falso: è la acquirente che ha un rapporto EV/utili elevato, mentre la acquisita lo ha basso, a causa di un elevato numero di azioni.

14. MAGGIORI VALORI ISCRITTI PER L'UTILIZZO DEI DISAVANZI NON RILEVANO FISCALMENTE MA SOLO civilisticamente. GLI AMMORTAMENTI non hanno rilievo fiscale.

15. NEL CASO IN CUI L'IMPRESA POSSA REALIZZARE MIGLIORI PREZZI PER UNA POSIZIONE MONOPOLISTICA TALE SINERGIA DEVE ESSERE ATTUALIZZATA CON IL WACC. Falso: il tasso di attualizzazione relativo è il costo opportunità, essendo una sinergia di mercato.

16. UNA SOCIETA' PUO' DECIDERE DI ATTIVARE UNA TRATTATIVA PER FARSI ACQUISIRE:

- Stato di necessità;
- Successione della proprietà;
- Negoziazione di quote minoritarie.

17. GLI ASPETTI SU CUI PORRE L'ATTENZIONE NEL CALCOLO DEI FLUSSI DI CASSA:

- I benefici tendono ad essere sovrastimati;
- Tempi più lunghi per gli interventi riorganizzativi;
- Eventuali costi incrementali;
- Stime analitiche dei flussi;
- Scelta del tasso di attualizzazione.

18. COSA SONO LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA?

Sono operazioni che hanno carattere di eccezionalità, sia per la frequenza che per l'impatto che producono sull'impresa.

19. COSA SONO LE MERGER WAVES?

Rappresentano la risposta delle imprese a shocks che investono il sistema economico (nuove tecnologie, nuovi canali produttivi, sostitutivi, ecc.).

20. COME AVVIENE IL TRASFERIMENTO DI QUOTE SOCIETARIE?

Attraverso quattro modalità tecniche: trattativa privata; acquisizione sul mercato mobiliare; IPO e OPA; asta pubblica, aumenti di capitale, forme varie.

21. ELEMENTI CHE HANNO FAVORITO LE M&A IN ITALIA

- Operazione Olivetti-Telecom Italia;
- Riconoscimento dell'importanza delle operazioni di M&A quale strumento per la crescita dell'impresa e il consolidamento del core business;
- Privatizzazioni delle imprese dello Stato;
- Sviluppo del mercato azionario grazie all'introduzione di requisiti per l'accesso meno restrittivi; □ Continua crescita del private equity.

22. DEFINIZIONE DI FUSIONE E DIVERSI TIPI DI FUSIONE

Con il termine fusione indichiamo qualsiasi operazione che formi un'unità economica da due o più precedenti imprese. Esistono differenti tipologie di fusione: propria, per incorporazione, anomala, inversa, a seguito di acquisizione con indebitamento, senza partecipazione di società con capitale proprio rappresentato da azioni.

23. QUALI SONO I MOTIVI RAGIONEVOLI NELLA SCELTA DI UN PROCESSO DI M&A?

Sono: riduzione dei costi, incremento dei ricavi e leva fiscale.

24. QUALI SONO I MOTIVI DISCUTIBILI DELLE ACQUISIZIONI?

Sono: diversificazione, problemi di agenzia e Bootstrap game.

25. QUALI SONO LE FASI DEL PROCESSO DI ACQUISIZIONE?

- Lettera d'intenti;
- Contratto preliminare; □ Contratto definitivo; □ Closing.

26. QUALI SONO GLI OBIETTIVI DELLA LETTERA D'INTENTI?

- Dichiarare l'effettiva intenzione a procedere all'accordo;
- Stabilire un termine entro il quale chiudere la negoziazione;
- Concordare l'esclusiva della trattativa;
- Rinnovare le clausole di segretezza già espresse nella lettera di confidenzialità;
- Definire il contenuto di massima dell'accordo;
- Fissare i criteri per la due diligence;
- Escludere l'obbligo di attuare il contratto;
- Stabilire gli adempimenti per il trasferimento delle quote azionarie.

#### 27. LE FUNZIONI DELLA LETTERA DI INTENTI?

- Prova in merito allo stato di avanzamento delle trattative ed ai punti fermi della trattativa;
- Precisazione del contenuto dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede;
- Strumento interpretativo del contratto definitivo;
- Integrazione del contratto definitivo, salvo clausola cosiddetta "entire agreement" nel contratto definitivo, secondo cui qualsiasi effetto dei documenti antecedenti viene cancellato.

#### 28. I SUOI CONTENUTI:

- Prevedibile struttura della transazione;
- Impegno ad agire in buona fede e best efforts;
- Termini temporali per la sottoscrizione del contratto preliminare;
- Clausola di esclusiva;
- Confidential agreement;
- Organizzazione due diligence;  Dispositivi relativi all'interim period;  Accordo su spese.

#### 29. DUE DILIGENCE. SCOPO?

Le informazioni assumono importanza per: progettare la struttura transattiva più idonea in funzione del profilo di rischio emesso; per fornire al potenziale acquirente elementi negoziali utili per un abbattimento del prezzo di acquisizione o per incremento di clausole di garanzia contrattuale; per valutare l'opportunità di non procedere all'acquisizione

#### 30. DI CHE TIPO POSSONO ESSERE LE VALUTAZIONI DELLE OPERAZIONI DI M&A?

valutazione interna ed esterna. Valutazione interna: l'operazione risulta conveniente se  $VAN > 0$ , con VAN inteso come la differenza tra benefici economici e costi.

#### 31. COSA SONO LE SINERGIE E COME POSSONO ESSERE SUDDIVISE?

Sono benefici economici. Si possono dividere in: operative, finanziarie, fiscali e di mercato. La loro valutazione può avvenire con metodo diretto (individuazione della singola sinergia e attuazione specifica) o con metodo indiretto (valorizzazione delle sinergie come differenza tra l'enterprise value stand alone e quello comprendente le sinergie).

#### 32. METODO REDDITUALE E METODO FINANZIARIO.

Metodo reddituale: concepisce il valore del capitale economico come funzione esclusiva del reddito.

- Più diffuso;
- Maggiore razionalità;
- Maggiore accettazione da parte di tutti i paesi;
- Facile accettabilità ad ogni obiettivo posto alla base della valutazione.

Metodo Finanziario: rappresenta un'applicazione ai processi di stima del capitale economico di azienda delle tecniche elaborate per la valutazione di generici investimenti. Il valore di un'impresa viene determinato tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla stessa.

- Metodo finanziario basato sui flussi monetari complessivi netti disponibili (valore del capitale economico dato dall'attualizzazione, ad un tasso pari al costo del capitale, dei flussi monetari complessivi netti disponibili per l'investitore);

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Metodo finanziario basato sui flussi monetari parziali (si tratta dei flussi di cassa generati dalla sola gestione operativa o caratteristica).

## 33. A COSA SERVE L'ECONOMIC VALUE ADDED?

Provvede alla misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base di un approccio assets side ed è determinato come differenza tra il Reddito operativo normalizzato ed il costo delle fonti del capitale investito.

## 34. METODO DEI MULTIPLI DI BORSA.

In base a questo metodo, il valore del capitale aziendale è dato da:  $w/j(t)=p/j(s)$

## 35. METODO DEI MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI.

I prezzi cui ci si riferisce sono quelli rilevabili nell'ambito di negoziazioni private per quote di controllo del capitale azionario di imprese comparabili.

## 36. QUALI SONO LE FINALITA' DELLA FUSIONE? La finalità della fusione è quella di continuare l'attività economica in comune.

## 37. QUALE E' IL RAPPORTO DI CAMBIO TRA SOCIETA' QUOTATE?

In questo caso, la determinazione dei rispettivi valori deve essere frutto delle combinazioni tra: stima analitica del valore aziendale e stima del valore espresso dal mercato sulla base della media dei valori azionari registrati in un determinato arco temporale.

La differenza è pari a:  $\Delta C = \frac{C_{c.e.} - C_m}{C_m} \cdot 100$

- $C_{c.e.}$ : rapporto di cambio determinato in base al processo di stima analitico del valore aziendale;
- $C_m$ : rapporto di cambio espresso dal mercato in base all'andamento del titolo azionario nell'arco di tempo considerato.

38. VALORE DI ACQUISIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI DI CONTROLLO  $W(x) = (W(\text{base}) + W(\text{div})) \cdot X + W(\text{ind})$ 

- $W(x)$ : valore di acquisizione della partecipazione di controllo;
- $W(\text{base})$ : valore stand alone dell'azienda target;
- $W(\text{div})$ : valore dei benefici riferibili e sinergie ed opportunità classificate come divisibili;  $\square$
- $W(\text{ind})$ : valore dei benefici riferibili a sinergie ed opportunità classificate come indivisibili;  $\square$  X: percentuale del capitale cui la partecipazione si riferisce.

## 39. QUALI SONO I FATTORI CHE INFLUENZANO IL PREZZO?

Fattori di natura strategica, di natura finanziaria e fiscale, di natura negoziale.

**Business Plan**

## 40. LA FATTIBILITA' SUL PIANO ESTERNO DEL PROGETTO ESPRIME LA PRESENZA DI UN POTENZIALE DI VENDITA PROFITTEVOLE PER L'IMPRESA. Falso: si intende la definizione del mercato di riferimento.

## 41. IL FABBISOGNO FINANZIARIO INIZIALE E' DATO DA:

- Fabbisogno finanziario totale: è possibile distinguere tra:
  - Fabbisogno di natura strutturale: sommatoria delle uscite per l'acquisto degli asset e per investimenti materiali ed immateriali. Per ridurre il fabbisogno strutturale è possibile ricorrere ai contratti leasing oppure comprare attrezzatura usata.
  - Fabbisogno di natura corrente: Capitale Circolante. Generalmente, è più difficile stimare questa voce a causa di:
    - Fattori interni: dipendono dalla gestione aziendale e dalla struttura operativa assunta;
    - Fattori esterni: settore di appartenenza e strategie dei concorrenti.

42. IL BUSINESS PLAN SVOLGE UNICAMENTE IL RUOLO DI STRUMENTO DI COMUNICAZIONE. Falso: ha una duplice finalità, interna (analisi, valutazione, pianificazione, controllo) ed esterna (comunicazione con gli enti finanziatori).

43. ILLUSTRARE GLI INDICATORI PRESENTI NEL BUSINESS PLAN PER VALUTARE: RISCHIO FINANZIARIO, RISCHIO ECONOMICO.

- Il rischio finanziario si misura attraverso i seguenti indici:
- Autonomia finanziaria;
- Indebitamento finanziario:
- Indebitamento finanziario a breve;
- Indice di rotazione del capitale investito;
- Costo medio dell'indebitamento;
- Quoziente di struttura secondario; □ Quoziente secondario di tesoreria; □ Quoziente primario di tesoreria.

Il rischio economico si misura attraverso i seguenti indici:

- ROI;
- ROS;
- OF/MON (nel caso sia derivato).

44. INDICARE I KNOWLEDGE DRIVERS SPECIFICI NEL BUSINESS PLAN DELLE OPERAZIONI DI M&A.

Knowledge drivers del Business Plan nelle operazioni di M&A:

- Redattore
    - Di tipo strategico:
      - Fattibilità sul piano interno;
      - Fattibilità sul piano esterno;
      - Sinergie, probabilità e costi di integrazione
      - Fattibilità sul piano economico - finanziario
    - Di risk management:
      - Profilo di rischio.
  - Valutatore/investitore
    - Di tipo strategico:
      - Fattibilità sul piano imprenditoriale;
      - Fattibilità sul piano interno;
      - Fattibilità sul piano esterno;
      - Fattibilità sul piano economico - finanziario
    - Di risk management:
      - Profilo di rischio.
- Shareholder value;  
prezzo/rapporto di concambio.

45. QUALI SONO LE FINALITÀ DEL BUSINESS PLAN SUL PIANO ESTERNO?

Sul piano interno, il BP è uno strumento di:

- Analisi e valutazione; □ Pianificazione; □ Controllo.

46. QUALI SONO LE FINALITÀ DEL BP SUL PIANO INTERNO?

Sul piano esterno, il BP è uno strumento di:

- Conoscenza ed informazione per tutti gli stakeholder; □ Comunicazione con gli enti finanziatori.

47. QUALI SONO LE MOTIVAZIONI CHE SPINGONO A REDIGERE UN BP?

Le motivazioni che giustificano la stesura del BP sono riconducibili:

- Alla necessità di una cultura di autovalutazione (Van e Tir presentano oggettivi limiti per valutare progetti innovativi);
- Alla tendenza a non quantificare il fabbisogno finanziario complessivo originato dall'investimento, ma solo quello ascrivibile agli investimenti fissi.

## Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it Appuntibay.it

- Al fatto che il BP:
  - Consente di ottenere una visuale più ampia dell'investimento in termini finanziari e per quello che concerne i possibili mutamenti che si dovessero rendere necessari all'interno dell'azienda;
  - Costringe il soggetto decisionale ad interessarsi anche di tematiche meno conosciute;
    - Individua i fabbisogni finanziari che l'investimento può generare anche in aree lontane dal business principale;
  - Indica il rischio dell'investimento;
    - Non richiede una cultura matematico - finanziaria particolare.

### 48. COSA VALUTA IL BP?

- Fattibilità imprenditoriale;
- Fattibilità in relazione all'ambiente esterno;
- Fattibilità in relazione all'ambiente interno;
- Fattibilità patrimoniale, economica, finanziaria.

### 49. QUALI SONO GLI STEP NECESSARI ALLA COSTITUZIONE DEL BP?

Step di costruzione del BP:

1. Executive summary;
2. Analisi del mercato di riferimento; 3. Piani operativi:
  - Piani tecnico - produttivi;
  - Piani di commercializzazione e di comunicazione;
    - Piano organizzativo;
4. Quantificazione dei costi (di struttura e di funzionamento); 5. Definizione del prezzo di vendita e stima del fatturato previsto; 6. Previsioni economico - finanziarie:
  - Bilanci previsionali ed analisi con indici;
  - Dinamica finanziaria;
    - Break Even Point;
7. Costruzione del profilo finanziario dell'investimento, con indicazione del fabbisogno finanziario Scelta delle modalità di copertura.

### 50. PREVISIONI ECONOMICO FINANZIARIE: ELEMENTI DA ANALIZZARE?

- Fabbisogno finanziario;
- Stati patrimoniali e conti economici previsionali;
- Budget di cassa previsionali;
- Break Even Point;
- Indicazioni sul Rischio economico, finanziario e di mercato.

### 51. QUALI SONO I KNOWLEDGE DRIVERS DEL TOURNAROUND?

Knowledge drivers del Business Plan nelle operazioni di turnaround:

- Redattore
  - Di tipo strategico:
    - Piano di risanamento;
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
      - Di risk management:
    - Profilo di rischio.
- Valutatore/investitore
  - Di tipo strategico:
    - Analisi crisi;
    - Piano di risanamento;
    - Fattibilità imprenditoriale;
    - Fattibilità sul piano interno;
    - Fattibilità sul piano esterno;
    - Fattibilità sul piano economico - finanziario
      - Di risk management:
    - Profilo di rischio.

## Crisi - Turnaround

52. QUALI SONO LE CONSIDERAZIONI CHE SOSTENGONO UNA OPERAZIONE DI TURNAROUND:

Le **motivazioni** che spingono ad un'operazione di Turnaround sono:

1. Il convincimento che il settore non sia condannato ad un declino inesorabile;
2. Il convincimento che l'azienda possa essere in grado di competere partendo proprio dagli errori delle gestioni precedenti;
3. Il convincimento che nella fase di declino l'azienda possa conquistare posizioni e mantenere una buona redditività.

53. IL TURNAROUND FINANCING HA COME OGGETTO L'ACQUISIZIONE DI: partecipazioni di controllo, titoli di debito, acquisizioni da procedure concorsuali, tramite affitto di azienda o concordato stragiudiziale.

54. LE FASI DI TURNAROUND.

- Fermare l'emorragia e gestire i flussi;
- Stabilire chi guida;
- Valutare la capacità operativa;
- Effettuare una valutazione di partenza;
- Determinare il piano;
- Stimolare nuove idee;
- Generare liquidità;
- Mostrare progressi misurabili.

55. LE VARIABILI UTILIZZATE PER IL CALCOLO DELLO Z-SCORE SONO: vendite nette; risultato operativo; attività correnti; capitale investito; passività correnti; passività totali; utile non distribuito; valore di mercato.

56. DEFINIZIONE DELLO STATO DI INSOLVENZA.

Inadempimenti i quali dimostrano che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.

57. IN COSA CONSISTE LA CRISI DI LIQUIDITA'?

Consiste nella difficoltà di attuazione delle politiche di investimento e rimborso dei crediti in scadenza, con effetti sulla sopravvivenza stessa dell'azienda.

58. IN COSA CONSISTE IL SURPLUS MONETARIO?

Consiste in eccedenze di tesoreria che comportano non fisiologici costi opportunità a motivo dell'eccessiva onerosità delle fonti di provvista rispetto al rendimento delle attività liquide.

59. QUALI POSSIBILI SITUAZIONI DI CRISI SI POSSONO AVERE?

- Crisi latente: processo degenerativo lento ma forte, lo stato di ordine ha cominciato a deteriorarsi ma le alterazioni si mantengono in parte celate e l'equazione economica trova ancora risposta. Si può anche parlare di equilibrio apparente;
- Crisi manifesta: si rendono evidenti i primi sintomi dello squilibrio aziendale e le possibilità di risanamento dipendono dalla velocità con cui il fenomeno di sviluppa;
- Crisi acuta: stato di disordine che raggiunge il limite inferiore della diseconomicità, oltre il quale sopraggiungono i punti di rottura del sistema.

60. GENERALMENTE IL MANAGEMENT COMINCIA A RENDERSI CONTO DELLE DIFFICOLTA' QUANDO:

- Aumenta l'indebitamento;
- Diminuisce la liquidità;
- L'azienda non produce utili ma genera perdite;
- Il volume dei ricavi cresce meno rispetto al volume dei costi; □ Diminuisce la quota di mercato.

61. QUALI SONO I PRINCIPALI METODI DI INDAGINE?

La principale distinzione si ha tra modelli teorici, i quali calcolano la probabilità di fallimento basandosi sul valore di liquidazione e livello di indebitamento e modelli empirici.

#### 62. QUANDO UN MODELLO DI PREVISIONE E' EFFICACE?

Quando riesce con congruo anticipo a far emergere eventuali anomalie nella gestione, permettendo così le opportune azioni correttive.

#### 63. COME SI DISTINGUONO I MODELLI EMPIRICI?

- Tradizionali;
- Complessi □ Evoluti.

#### 64. COSA E' LO Z-SCORE?

È un indice dell'analisi fondamentale che calcola la probabilità di fallimento di una società. La formula è data da  $Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$ .

#### 65. SULLA BASE DELLO Z-SCORE LA PROBABILITA' DI FALLIMENTO E':

- Alta se  $Z < 1,79$ ;
- Medio Alta se  $1,79 < Z < 2,69$ ; □ Media se  $2,7 < Z < 3$ ; □ Bassa se  $Z > 3$ .

#### 66. COSA SI INTENDE PER TURNAROUND?

Con l'espressione Turnaround si intendono tutti i processi sistematici di risanamento e rilancio delle imprese.

#### 67. QUALI SONO LE CARATTERISTICHE COMUNI DELLE STRATEGIE DI TURNAROUND?

I cambiamenti messi in atto con una strategia di Turnaround hanno sovente caratteristiche omogenee:

- Sono improvvisi, urgenti e dettati da una incomparabile rapidità di decisione;
- Riguardano situazioni di difficoltà dell'impresa;
- Investono radicalmente a 360°;
- Coinvolgono tutti gli stakeholders, ai quali viene chiesto di sopportare dei sacrifici; □ Sono tesi al perseguimento dei seguenti obiettivi: ○ Ritorno all'equilibrio; ○ Ritorno alla redditività dell'impresa; ○ Ripresa di una vita normale proiettata al lungo termine.

#### 68. LE FASI NEGATIVE POSSONO ESSERE:

- Cicliche;
- Strutturali.

#### 69. COME PUO' ESSERE VALUTATA LA NATURA DELLE PERDITE?

- Per intensità;
- Sul risultato operativo;
- In termini di indebitamento.

#### 70. FATTORI DI UN TURNAROUND DI SUCCESSO.

- Produzione a bassi costi; □ Differenziazione di prodotto; □ Leadership.

#### 71. QUALI SONO LE IMPRESE TARGET PER LE STRATEGIE DI TURNAROUND?

Devono essere leader di settore o nicchia, rinomate o con buon brand, facenti parte di un settore che abbia futuro ed infine devono possedere un buon sistema di reporting e controllo.

#### 72. COSA SI INTENDE PER TURNAROUND FINANCING?

Può essere definito come l'acquisto di titoli di capitale proprio o di debito di società in crisi finanziaria, cioè aziende ad alto rischio di fallimento, intervenendo sulla gestione aziendale.

#### 73. COSA SI INTENDE PER VULTURE FUNDS?

Sono una classe di Value Investors, che investono in società con valutazioni scontate rispetto al valore contabile.

#### 74. CATEGORIE DI VULTURE FUNDS.

- **Passive Vulture Funds:** effettuano investimenti di minoranza e non entrano nella gestione;
- **Active Vulture Funds:** effettuano investimenti di minoranza qualificata e pretendono la redazione di un Piano di Ristrutturazione;
- **Aggressive Vulture Funds:** investimenti di maggioranza per dettare il Piano di Ristrutturazione.

#### Carlesi

#### 75. DEFINIRE BREVEMENTE IL CONCETTO DI FINANZA AGEVOLATA.

Per **finanza agevolata** si intende:

- **In senso lato:** qualsiasi strumento che il legislatore mette a disposizione delle imprese al fine dell'ottenimento di un "vantaggio competitivo";
- **In senso stretto:** interventi di legge che vanno tipicamente a finanziare attività di investimento e di sviluppo delle imprese.

#### 76. QUALI POSSONO ESSERE LE TIPOLOGIE DI AGEVOLAZIONI?

Le agevolazioni possono essere suddivise in:

##### 1. Agevolazioni con contributi:

- **Contributo in conto capitale - a fondo perduto.** ○ **Contributo in conto esercizio - a fondo perduto.**
- **Contributo in conto interessi - concesso su un finanziamento a medio-lungo termine ottenuto a condizioni di mercato.**

##### 2. Altre agevolazioni:

- **Mutuo agevolato - contributo in conto interessi in cui esiste la contemporaneità tra concessione del finanziamento e agevolazione.** ○ **Contributo in conto canoni - a fondo perduto.**
- **Concessione di garanzie da parte dello Stato.**

##### 3. Agevolazioni fiscali:

- **Bonus.** ○ **Credito d'imposta.**

#### 77. QUALI SONO LE POSSIBILI PROCEDURE DI AGEVOLAZIONE?

Le procedure di agevolazione si distinguono in:

1. **Automatica;** 2. **Valutativa;**
3. **Negoziale.**

#### 78. COSA SI INTENDE PER AIUTI DI STATO?

Per intende aiuti di Stato si intende qualsiasi vantaggio, suscettibile di valutazione economica, concesso dalle autorità pubbliche a favore di un'impresa senza contropartita o con contropartita minima.

#### 79. COME POSSIAMO OSSERVARE L'INNOVAZIONE?

Può essere incrementale (avviene mediante azioni continue e con basso livello di rischio) o radicale (il rischio è elevato perché causa una rottura degli equilibri aziendali e di mercato).

#### 80. LIBRO VERDE.

L'imprenditorialità è uno stato mentale ad un processo volto a creare e sviluppare l'attività economica combinando disponibilità a rischiare, creatività e/o innovazione con una sana gestione nell'ambito di una organizzazione nuova e/o esistente.

#### 81. CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE INNOVATIVE.

- Difficile valutabilità del successo dell'iniziativa imprenditoriale, collegata al rischio di non poter sfruttare l'innovazione;
- Cultura imprenditoriale spesso limitata;
- Opacità ed asimmetrie informative; □ Elevato livello di novità.