



***Corso EFD
Dinamiche
economiche e
finanziarie d'impresa.
Dott. Enrico Cervaro***

Indice dell'Intervento

- L'attività di M&A: definizione e principali tipologie di operazione.
- Le valutazioni aziendali: metodologie.
- Leverage Buy Out.
- Le varianti del Leverage Buyout.
- Operazioni di Corporate Restructuring.
- Le ristrutturazioni aziendali in caso di crisi.
- La normativa sulle Opa.

«Ci sono solo due modi di fare soldi nel mondo degli affari: uno è raggruppare, l'altro è disaggregare»

Jim Barksdale, Ceo
Nestacape 1995-1999



Definizione di Merger and Acquisition (M&A)



- Con il termine “*Mergers and Acquisitions*” (M&A) si intendono tutte quelle operazioni societarie di finanza straordinaria che portano alla fusione di due o più società o all’acquisizione di una società target da parte di un’altra società. Rientrano nella categoria anche le operazioni di ristrutturazione.
- La fusione (in inglese “*merger*”), nella sua accezione classica, si verifica quando due società, generalmente di dimensioni simili, si uniscono per dare vita a un’unica realtà, più grande e potenzialmente più forte sul mercato. È il caso, per fare un esempio, della fusione tra Peugeot e FCA che ha dato vita al colosso Stellantis.
- Un’acquisizione è il passaggio di proprietà di un’azienda, o parti di essa, sotto il controllo di un’altra, tramite l’acquisto di azioni (*share deal*) o beni (*asset deal*). L’*acquisition*, dunque, riflette semplicisticamente l’acquisto, dietro corrispettivo, di beni, quote o azioni del capitale sociale di un’impresa da parte di un’altra società. È il caso di Microsoft che ha comprato LinkedIn.
- Ristrutturazione: riassetti proprietari, disinvestimenti, stocks break-up, ristrutturazioni di aziende in crisi.

Le diverse forme tecniche dell'M&A. Le acquisizioni.



ACQUISIZIONE TOTALITARIA DELLA SOCIETÀ TARGET;



ACQUISIZIONE DEL CONTROLLO DELLA SOCIETÀ TARGET: QUESTA FORMA DI ACQUISIZIONE PRESUPPONE LA PRESENZA DI AZIONISTI DI MINORANZA NELLA NUOVA ARCHITETTURA SOCIETARIA. TAL IPOTESI SI PUÒ GIUSTIFICARE CON L'OPPORTUNITÀ DI MANTENERE UN LEGAME CON I VECCHI AZIONISTI DI CONTROLLO E CON IL MANAGEMENT DELLA SOCIETÀ TARGET;



ACQUISIZIONE DI UN RAMO D'AZIENDA: LA SOCIETÀ BIDDER È INTERESSATA A RILEVARE UN SOLO RAMO D'ATTIVITÀ DELLA SOCIETÀ TARGET. IN UN'ALTRA IPOTESI LA SOCIETÀ TARGET, IN CRISI IRREVERSIBILE, PRESENTA UN SOLO NUCLEO AZIENDALE SANO E VALORIZZABILE, IL CUI CONTROVALORE SARÀ PRESUMIBILMENTE DESTINATO AL RIMBORSO PARZIALE DEI CREDITORI.

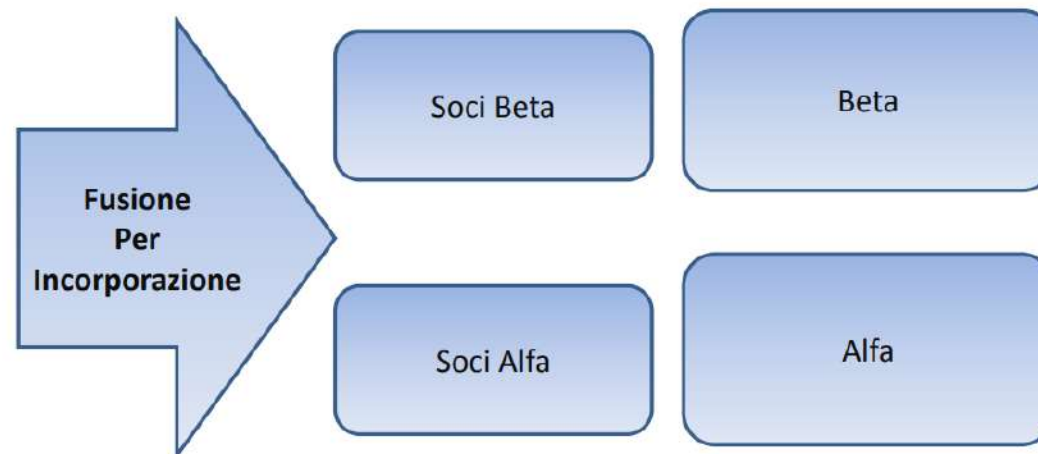
Le operazioni di fusione. Le tipologie

- Art 2501 c.c: «La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre. La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo».

Fusione per incorporazione

La fusione per incorporazione è assimilabile ad un'operazione di compravendita di conferimento d'azienda, con l'individuazione di una parte dominante che funge da acquirente e consegue il controllo sull'azienda unificata. I soci della società incorporata ricevono in concambio azioni della società incorporante, la quale acquisisce il patrimonio e subentra nei rapporti giuridici dell'incorporata. Nell'immagine riportata, ipotizzando che la società Alfa incorpori la società Beta, i soci di quest'ultima ricevono in concambio azioni della prima.

Quello della fusione per incorporazione è il fenomeno maggiormente praticato nelle realtà aziendali giacché, oltre a importare minori oneri dal punto di vista fiscale e tributario, consente di mantenere in vita le posizioni ricoperte dalle società incorporante sul mercato di riferimento.



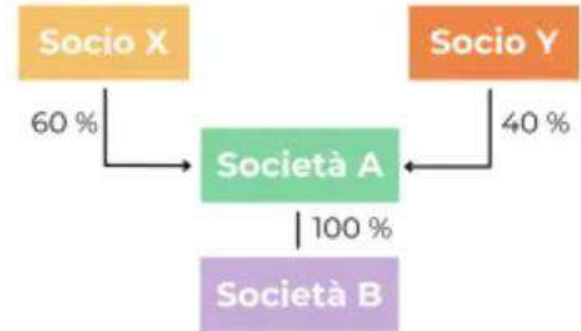
Fusione per incorporazione.

La Fusione inversa.

Si fa riferimento alla fusione “diretta” quando è la partecipante ad incorporare la partecipata mentre ci si riferisce alla fusione “inversa” o “rovesciata” quanto è la partecipata ad incorporare la partecipante: Le motivazioni alla base dell’operazione possono essere varie:

- La partecipata è titolare di beni il cui trasferimento creerebbe disagi burocratici;
- La partecipata è titolare di licenze la cui variazione a favore di Alfa comporterebbe tempi e oneri evitabili;
- La partecipata è titolare di posizioni di mercato particolari;
- Asset operativi concentrati nella società partecipata.

Situazione ante fusione inversa

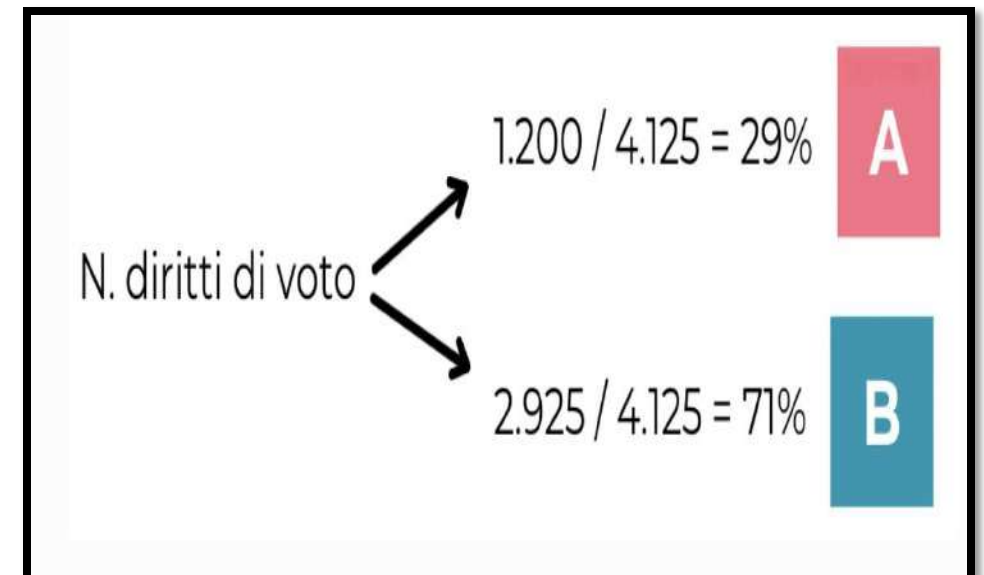
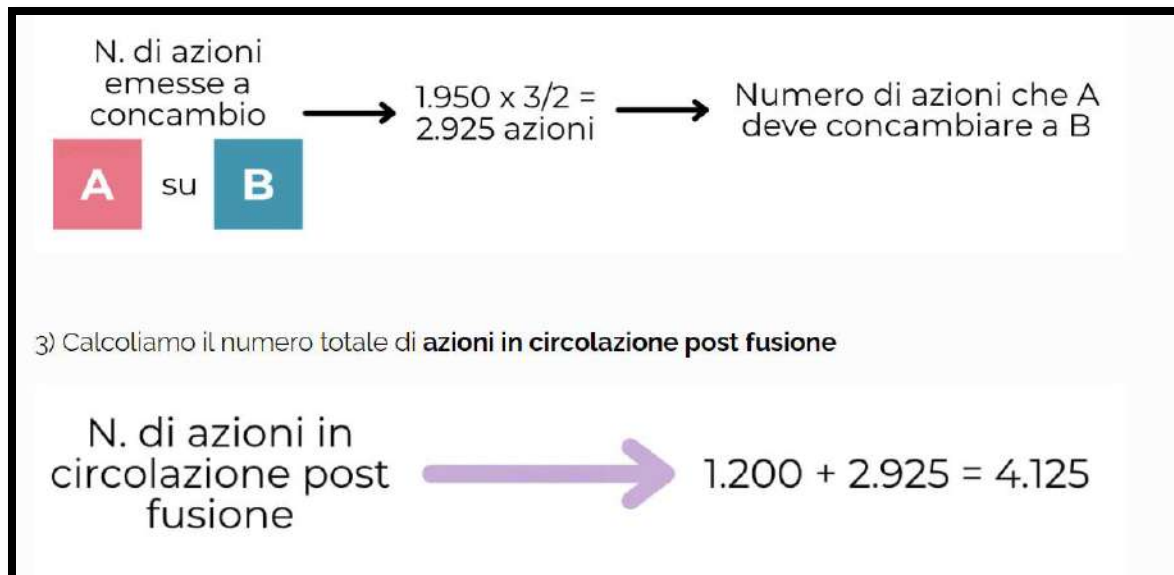
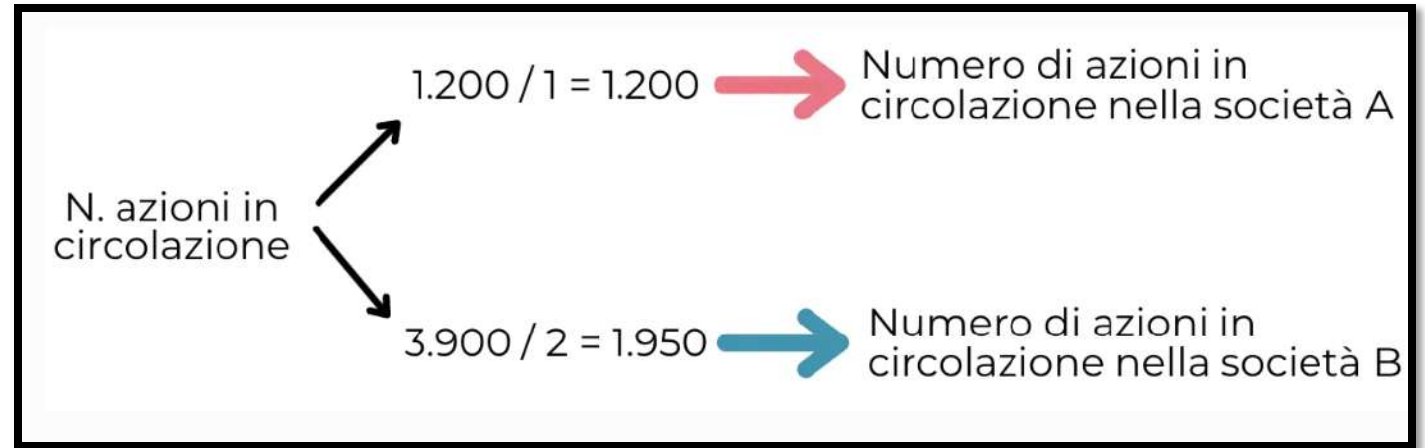


Situazione post fusione inversa



Esempio. La società A incorpora la società B: il rapporto di concambio è 3/2 (3 azioni di A ogni due azioni di B)

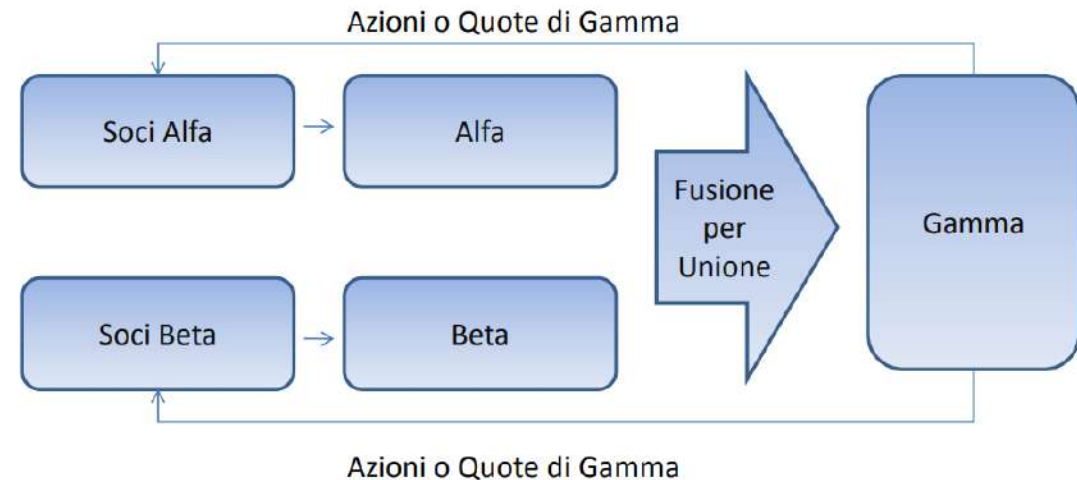
	A	B
Capitale sociale	1.200	3.900
Valore nominale 1 azione di A	1	2
Fair value 1 azione di A	4,8	7,2



Fusione per unione

La fusione per unione da origine alla costituzione di una nuova società. Questa determina l'estinzione delle società esistenti coinvolte per dar vita a un nuovo assetto societario che le assorbe e sostituisce, acquistandone i relativi patrimoni e subentrando a pieno titolo in tutti i loro rapporti, sia attivi che passivi (newco). La fusione per unione è la forma meno diffusa in ragione degli aggravati fiscali che determina necessitando di un atto costitutivo soggetto a imposta di registro. Tuttavia, essa potrebbe rendersi opportuna al fine di creare una discontinuità rispetto alla storia pregressa delle società coinvolte o per questioni di carattere psicologico per es. dovute all'esigenza di non far apparire vincitori (incorporanti) e vinti (incorporati).

Nella figura, Le azioni dei soci della società Alfa e Beta vengono concambiate con azioni della società Gamma di nuova costituzione.



Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Art 2501 bis. c.c. (Leverage Buy Out)

- *«Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo»*
- Una società di nuova costituzione viene dotata di equity e contrae debito per acquisire l'azienda target. Effettuata l'acquisizione, si procede con la fusione per incorporazione della target, rimborsando il finanziamento con gli utili da essa prodotti.
- Procedura ex c.c.
 - Progetto di fusione: indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
 - Relazione del Revisore della società acquirente e target;
 - Relazione dell'organo amministrativo: ragione che giustificano l'operazione, piano economico finanziario con descrizione della fonte delle risorse finanziarie, descrizione degli obiettivi;
 - Relazione degli esperti: attestazione della ragionevolezza delle indicazioni del progetto di fusione.

Le altre forme di fusione previste al codice civile

Incorporazione di società interamente detenute. Art 2505 c.c.: l'incorporazione di una società interamente posseduta è una fusione meramente formale perché consiste nell'adeguare lo stato di diritto allo stato di fatto già esistente. Si ha, quindi, un'unificazione giuridica di una realtà economica già unificata (GENGHINI)

Incorporazione di società detenute al 90%. Art 2505 bis c.c: questa ipotesi, prevista dall'art. 2505 bis, è parzialmente diversa dalla precedente, poiché la società incorporante non possiede tutte le azioni o quote della società incorporata ma il 90%; è quindi necessario prevedere forme di tutela per quel 10% di capitale sociale residuo

M&A. Un'attività ciclica

Mergers & Acquisitions North America



Source: IMAA analysis; imaa

Le operazioni di M&A nel mercato Usa

- 1895-1904: fusioni orizzontali finalizzate a ridurre la concorrenza e ad aumentare il potere di mercato nel settore chimico, petrolifero, dell'acciaio e dell'elettricità. Contesto:
 - Innovazione tecnologica;
 - Espansione economica;
 - Mercati finanziari favorevoli;
 - Politica monetaria favorevole.
- 1925-1929: integrazioni verticali effettuate con finalità di controllo delle catene di approvvigionamento e di rafforzamento del potere di mercato. Contesto:
 - Crescita economica;
 - Mercati finanziari euforici (seguiti dal crollo del 1929);
 - Politica monetaria favorevole;
- 1965-70: nascita conglomerati ai fini della ricerca di nuove opportunità anche in risposta a normative antitrust più stringenti in merito alle integrazioni orizzontali e verticali. Contesto:
 - Crescita economica;
 - Mercati finanziari favorevoli;
 - Politica monetari favorevole.

Le operazioni di M&A nel mercato Usa

- 1981-1987: emergono compratori di natura finanziaria che fanno largo ricorso all'utilizzo di debito. Nascita del mercato High Field. Contesto:
 - Crescita economica;
 - Mercato azionario favorevole;
 - Politica monetaria favorevole.
- 1990-2000: ritorno ad operazioni di carattere strategico. Contesto:
 - Deregolamentazione;
 - Innovazione tecnologica;
 - Politica monetaria favorevole;
 - Innovazione tecnologica.

Catalizzatori dell'attività di M&A

- Contesto normativo: l'apertura del settore delle telecomunicazioni in Italia, fino agli anni 90' monopolio di Telecom, ha favorito l'ingresso di nuovi operatori creando condizioni favorevoli ad operazioni di aggregazione fra operatori: es. acquisizione di Omnitel da parte di Telecom nel 1999;
- Ampliamento dei mercati di riferimento;
- Innovazione tecnologica; le aggregazioni aziendali consentono di acquisire competenze e know how difficilmente sviluppabili internamente e comunue con tempi troppo lunghi. Le aziende in questo modo rafforzano o difendono le loro posizioni di mercato;
- Il ciclo dei profitti;
- Le fluttuazioni dei mercati finanziari e dei tassi d'interesse;
- Innovazione finanziaria.



Completing the turnaround while setting the foundations for the "Customer Platform"



Diversi prezzi per compratori diversi

- *Buyer strategico*: questo tipo di compratore è guidato, in primis, dalle sinergie ottenibili mediante il processo di aggregazione. Il prezzo offerto è quindi generalmente più alto rispetto a quello proposto dai buyer finanziari;
- *Buyer finanziario*: la redditività dell'operazione, per questo tipo di compratore, si realizza principalmente tramite la forzatura della struttura finanziaria d'impresa dovuta all'assunzione di elevate dosi di debito (soprattutto a seguito del deleveraging seguito alla Crisi Finanziaria del 2008 si è tuttavia assistito ad un maggior focus sull'efficientamento d'impresa da parte delle imprese dei fondi di Private Equity). Il cash flow operativo stand alone (pre-aggregazione) costituisce il fattore di più elevato interesse e deve essere assunto come prezzo di base per il compratore;
- *Mercato*: la quotazione di borsa di un'azienda rappresenta la modalità più trasparente di rappresentazione del relativo valore: essa non considera, tuttavia, il valore del controllo dell'impresa stessa.

Mercato M&A. Chi compra?

M&A count by acquirer type



Source: PitchBook • Geography: Global • As of September 30, 2024

M&A value (\$B) by acquirer type



Source: PitchBook • Geography: Global • As of September 30, 2024

La situazione di mercato dell'M&A

Overview

M&A activity by quarter



Source: PitchBook • Geography: Global • As of September 30, 2024

La ripresa nel mercato dell'M&A iniziata in Q4 2023 sta ora prendendo slancio. Nei primi nove mesi dell'anno, l'attività è cresciuta del 27.6% in termini di valore dei deal e del 13,3% nel numero degli stessi anno su anno.

Le motivazioni alla base dell'M&A.

- *Sinergie operative*: derivano dalla possibilità di realizzare guadagni di efficienza derivanti dalla riduzione dei costi (es. per effetto di economia di scale) o dalla razionalizzazione e riorganizzazione produttiva. Esse possono consistere anche in un aumento dei ricavi derivante dalla vendita combinata di prodotti in un'ottica di cross selling, in particolare se trattasi di prodotti correlati;
- *Sinergie finanziarie*: esse possono essere determinate dalla riduzione del costo del capitale o del premio per il rischio. Inoltre l'operazione potrebbe risolvere il problema del *cash slack* a causa del quale una delle due realtà non può dar corso a progetti d'investimento profittevoli per mancanza di liquidità o originare benefici di carattere fiscale nel caso in cui le diverse situazioni di utile/perdita delle aziende coinvolte possano essere compensate all'interno della nuova realtà;
- *Sinergie manageriali*: derivano dalla possibilità di sostituire l'inefficiente management attuale con un management più capace.

Le motivazioni alla base dell'M&A.

- *Diversificazione del business* a fini di riduzione del rischio complessivo;
- *Riposizionamento strategico di fronte di uno shock esterno*: tale modalità fa riferimento al caso in cui cambiamenti normativi o tecnologici inducano la necessità di un riposizionamento strategico da parte dell'azienda. Se il cambiamento di scenario è particolarmente rilevante, la crescita per vie interne potrebbe comportare tempi troppo lunghi;
- *Necessità di acquisire expertise in particolari ambiti*;
- *Acquisizione di asset sottovalutati*;
- *Operazioni opportunistiche*;
- *Unione di risorse complementari*;
- *Accesso a particolari expertise*.
- *Focalizzazione strategica (nel caso di operazioni di ristrutturazione)*.

Tipologie di M&A

- *Horizontal Merger*: unione di aziende operanti nello stesso settore. Gli obiettivi possono essere vari: aumento market share, riduzione della competizione all'interno di un determinato mercato, riduzione costi potendo sorgere situazioni di sovrapposizione di competenze e uffici con conseguente ridimensionamento della forza lavoro, economie di scala ecc.
- *Product Extension Merger*: tipologia di merger orizzontale che vede coinvolte due o più società con prodotti complementari (che possono essere consumati congiuntamente) e mercati di riferimento simili. I relativi prodotti sono consumati congiuntamente o, in quale modo, correlati l'uno all'altro. L'obiettivo è l'aumento del portafoglio prodotti e l'estensione della base di clientela (es. acquisizione di Pizza Hut da parte di Pepsi)
- *Market Extension Merger*: tipologie di merger orizzontale che vede coinvolte due o più società con prodotti simili ma mercati di riferimento diversi. L'obiettivo è l'estensione della base di clientela e l'accesso a mercati diversi;



Tipologie di M&A

- *Conglomerate M&A*: unione di due o più aziende operanti in diversi settori. Produce la diversificazione del business e della base di clientela delle aziende coinvolte.
- *Vertical Merger*: unione di due aziende operanti in fasi diverse della supply chain in relazione alla fornitura dello stesso prodotto/servizio. L'obiettivo è la riduzione dei costi, la stabilizzazione dei processi di approvvigionamento attraverso l'accesso diretto a materie prime/semilavorati e alla connessa capacità produttiva.
- *Reverse Merger*: strategia di fusione in cui una società privata target acquisisce una società pubblica, solitamente quotata in borsa, per diventare pubblica senza dover seguire il lungo e complesso processo di offerta pubblica iniziale



M&A Alcuni esempi

- *Product extention merger*: nel 1977, PepsiCo acquisì Pizza Hut, affermata catena di ristorazione. L'accordo si basava principalmente sull'esclusività delle bevande servite nei ristoranti Pizza Hut, i quali offrivano solo prodotti Pepsi creando un legame forte fra i due marchi;
- *Product extention merger*: nel corso del 2021, Microsoft ha concluso l'acquisizione di Nuance Communication, azienda specializzata in soluzioni di intelligenza artificiale per il settore della sanità come il software di riconoscimento vocale e le piattaforme di documentazione clinica. Microsoft ha migliorato l'efficienza e la precisione nonché la scalabilità nella gestione delle informazioni sanitarie da parte dei prodotti Nuance, integrandole in ambiente cloud. Per quanto riguarda Microsoft, ciò ha permesso alla stessa di ampliare la propria presenza nel settore della sanità e potrebbe favorire l'aumento della produttività di strumenti come Teams e Office: es. trascrizione automatica di quanto discusso nel corso delle riunioni, comandi vocali, dettature di testo nell'utilizzo di Word e Powepoint;
- Vertical Merger: a giugno 2017, Amazon ha acquisito per 13,7 miliardi di dollari Whole Foods, catena statunitense proprietaria di oltre 400 punti vendita di cibo organico e biologico. Per Amazon, ciò ha portato:
 1. Espansione delle rete di distribuzione con posizionamento di punti di ritiro Amazon all'interno dei supermercati Whole Food;
 2. Integrazione dell'offerta prodotti e maggior attrattiva nei confronti dei consumatori attenti al fattore salute;
 3. Aumento della presenza fisica nel confronto con gli altri giganti del settore retail (es. Walmart);

Per Whole Food l'operazione ha comportato:

1. Sostegno finanziario per operazioni di ampliamento ed efficientamento;
2. Pubblico di consumatori più ampio;
3. Accesso alle competenze logistiche di Amazon con conseguente riduzione dei costi;
4. Sinergie di marketing;

Le fasi di un'operazione di M&A

- Risoluzione del dilemma «make» or «buy» e successiva valutazione esterna delle potenziali sinergie derivanti dall'operazione e delle relative condizioni organizzative e operative. Predisposizione di una lista di potenziali target per la successiva scrematura. Primo contatto con società target e verifica della disponibilità a vendere;
- Scambio documentazione (first round document). Firma di un *Confidentiality Agreement*, che impegna la target a fornire informazioni non pubbliche e la bidder a trattarle come tali;
- Valutazione:
- Negoziazione: trattativa privata o asta
- Strutturazione (contrattuale) dell'operazione:
 - metodo di acquisizione
 - Asset deal o stock deal
 - metodo di pagamento
 - Per cassa o con scambio di azioni fra società target e società bidder
 - struttura di pricing
 - Prezzo fissato definitivamente o presenza clausole di earnout (es. una parte del prezzo di acquisto è condizionato alle performance future della società target).
- Attività post closing.



Come si valuta un deal

Il giudizio sull'opportunità di un deal dipende essenzialmente da:

- Valutazione delle sinergie operative;
- Valutazione delle sinergie finanziarie;
- Valutazione delle sinergie manageriali;
- Prezzo pagato.

Come si valuta un deal?

$$Ve(\text{Bidder}+\text{Target}) = Ve(\text{Bidder}) + Ve(\text{Target}) + V(\text{sinergy})$$

- Ve: valore equity stand alone

$$Ve(C) = Ve(\text{Bidder}) + Ve(\text{Target}) + V(\text{sinergy}) - \text{prezzo pagato per l'acquisizione}$$

- Ve(C): valore equity bidder post operazione

$$V(\text{sinergy}) = Va(\text{Bidder}) + \text{Pre}$$

- Va(Bidder): valore incorporato dagli azionisti della società Bidder
- Pre: premio pagato agli azionisti della società Target

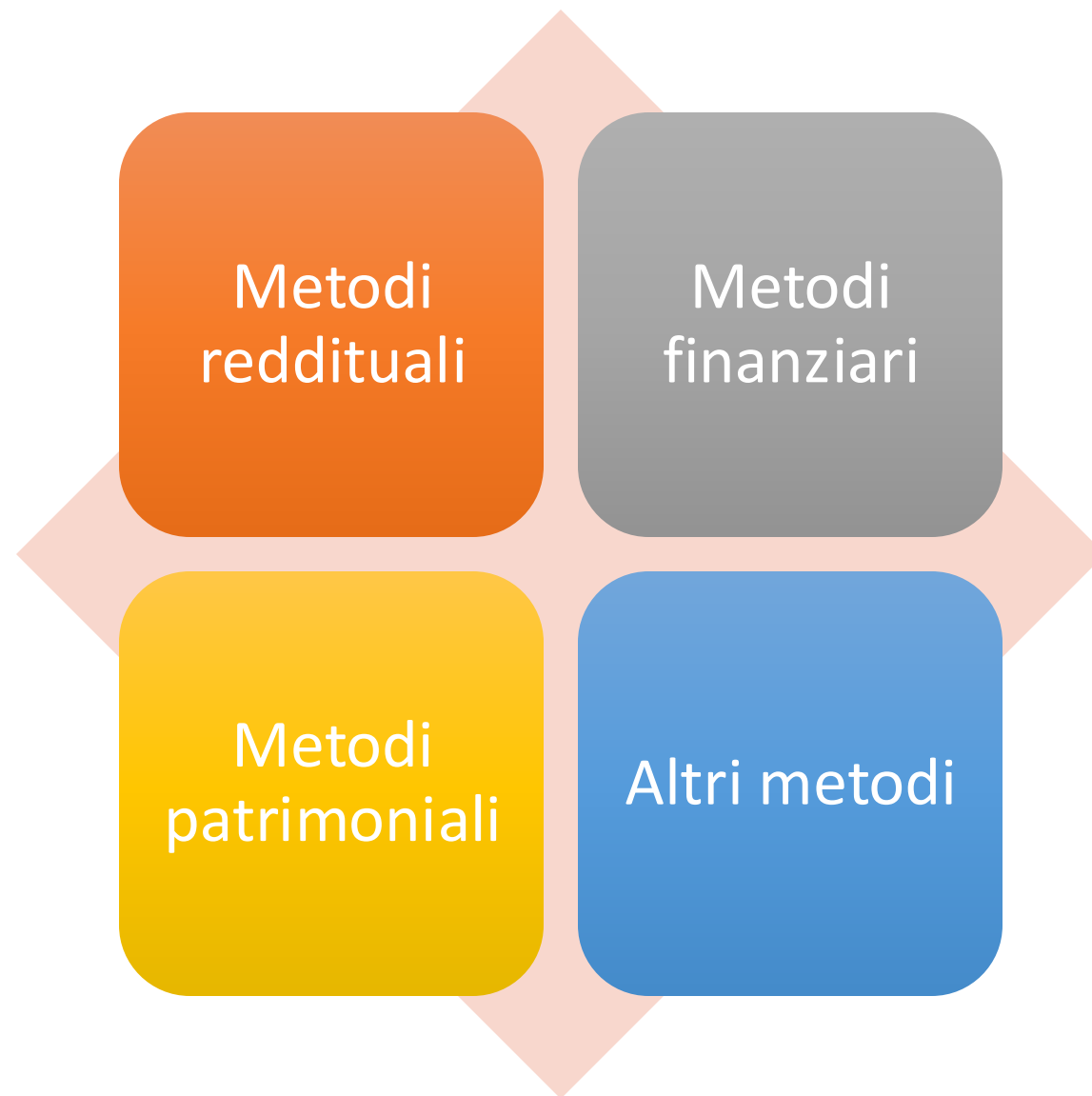
Come si valuta
un Deal.
Esempio

La valutazione delle aziende nel processo di aggregazione

- *Il valore economico del capitale d'impresa* (o più semplicemente capitale economico) rappresenta l'ipotetico valore cui la stessa potrebbe essere scambiata (ceduta/acquisita) nell'ambito di un'operazione di M&A;
- Si tratta di identificare un punto di riferimento relativo al «reale» valore dell'azienda sulla base del quale avviare le trattative con la controparte interessata;
- Da questo punto di vista, il bilancio d'esercizio presenta evidenti criticità:
 - Si basa su valori a consuntivo e non su considerazioni prospettiche.
 - La valorizzazione delle poste avviene sulla base del principio di prudenza e non in base al valore di mercato.
 - Non trovano valorizzazione all'interno del bilancio competenze distintive che l'azienda ha sviluppato al suo interno: know how, brand, ricerca e realizzazione di nuovi prodotti, marketing, logistica, distribuzione, assistenza al cliente ecc.



La valutazione delle aziende nei processi di aggregazione



Metodi reddituali

- $$W = \frac{R}{i}$$

- R: utile normale atteso dalla gestione futura dell'impresa. Esso viene depurato da componenti straordinari, costi e ricavi non ricorrenti, distorsioni derivanti dall'impiego di particolari criteri di valutazione (es. LIFO per le rimanenze).
- W: valore del capitale economico.
- i: tasso di attualizzazione rappresentativo della redditività del capitale investito in aziende appartenenti al medesimo settore e con caratteristiche di rischio equiparabili all'impresa oggetto di valutazione. Si utilizza, generalmente, il cost of equity calcolato tramite il CAPM (Capital Asset Pricing Model).

- Il valore del capitale economico dell'azienda è funzione del reddito potenzialmente ottenibile in futuro. Il presupposto di base di questo approccio è che il valore economico dell'impresa dipenda in misura significativa dalle sue capacità reddituali prospettiche.
- Questo approccio è coerente con:
 - 1) Un periodo oggetto di valutazione estremamente lungo a cui fare riferimento per la stima del capitale;
 - 2) Una certa stabilità nella produzione di reddito nei vari esercizi.

Metodi reddituali. Variante analitica

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Rt}{(1+i)^t} + \frac{Wn}{(1+i)^n}$$

W=valore del capitale economico;

R=reddito futuro atteso al periodo t;

i=tasso di attualizzazione.

Wn=valore terminale dell'azienda al periodo n

Una possibile variante all'approccio della rendita perpetua prevede di ricorrere alla stima di una serie di redditi puntuali attesi nei successivi «n» esercizi, sulla base dei risultati derivanti in genere dallo sviluppo di un piano industriale, e alla identificazione del valore terminale che l'azienda dovrebbe presentare all'anno «n». La stima analitica dei singoli esercizi non eccede, generalmente, i 3-5 anni

Metodi reddituali. Esempio

- Il reddito mediamente conseguibile da un'azienda in un orizzonte di medio lungo termine è di euro 1000. Se gli investimenti alternativi aventi gradi di rischio analogo a quello dell'impresa considerata presentano una prospettiva di rendimento del 10%, un investitore razionale non sarà disposto a pagare l'impresa oggetto di cessione ad un valore superiore a euro 10.000,00. Infatti:

$$W = \frac{1.000}{0,10}$$

I metodi finanziari

- Il valore del capitale economico è definito dal valore attuale dei flussi di cassa prospettivi prelevabili, ossia dalla capacità di rispondere alle aspettative di remunerazione di un investitore;
- I metodi finanziari sono da considerarsi più rigorosi dei metodi reddituali in quanto il valore del capitale economico è espressione dei frutti prelevabili e non semplicemente di quelli prodotti (redditi)
- Il procedimento di calcolo si compone di tre fasi:
 1. Determinazione del valore economico del capitale investito nell'impresa (approccio asset side);
 2. Identificazione del valore dell'indebitamento finanziario netto;
 3. Sottrazione del valore dell'indebitamento al valore del capitale investito ai fini della stima dell'equity.

I metodi finanziari

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1+i)^t} + \frac{EVn}{(1+i)^n} - PFN$$

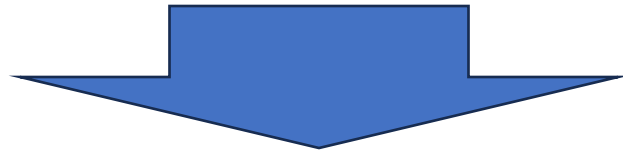
- W=valore del capitale economico;
- FCFO_t=free cash flow operativo atteso al periodo t
- i: tasso di attualizzazione calcolato tramite il WACC (Weighted Average Cost of Capital).
- EV_n=valore terminale asset side dell'impresa (enterprise value) al periodo n
- PFN: posizione finanziaria netta.

Il FCFO si riferisce ai flussi di cassa generati dalla gestione operativa aziendale e quindi dal core business aziendale. Di conseguenza essi non comprendono i flussi legati a oneri finanziari e al rimborso dei debiti finanziari, trattandosi di flussi non operativi.

Il calcolo del FCFO

- Conto economico: estrazione delle grandezze economiche che danno origine ai flussi della gestione corrente.
- Stato patrimoniale: variazione degli asset (capitale circolante e fisso) del debito.

PARTE ECONOMICA



Ricavi

-costo del venduto (C.O.G.S.)

Margine lordo

-Spese generali ed amministrative

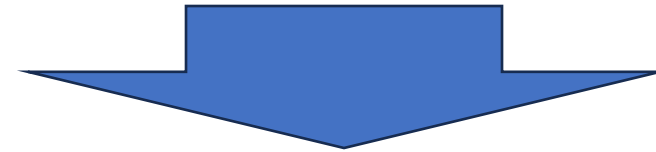
EBITDA (earning before interest and taxes)

-Ammortamenti ed accantonamenti

EBIT (earning before interest and taxes)

$X (1-t) = \text{NOPAT}$: net operating profit after taxes.

PARTE FINANZIARIA



NOPAT

+Ammortamenti e accantonamenti

+/-variazione capitale circolante

+/- variazione capitale fisso

FREE CASH FLOW

NOPAT

+Ammortamenti e accantonamenti

+/-variazione capitale circolante

FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS

Il reddito operativo o Ebit (Earnings before interest and taxes).

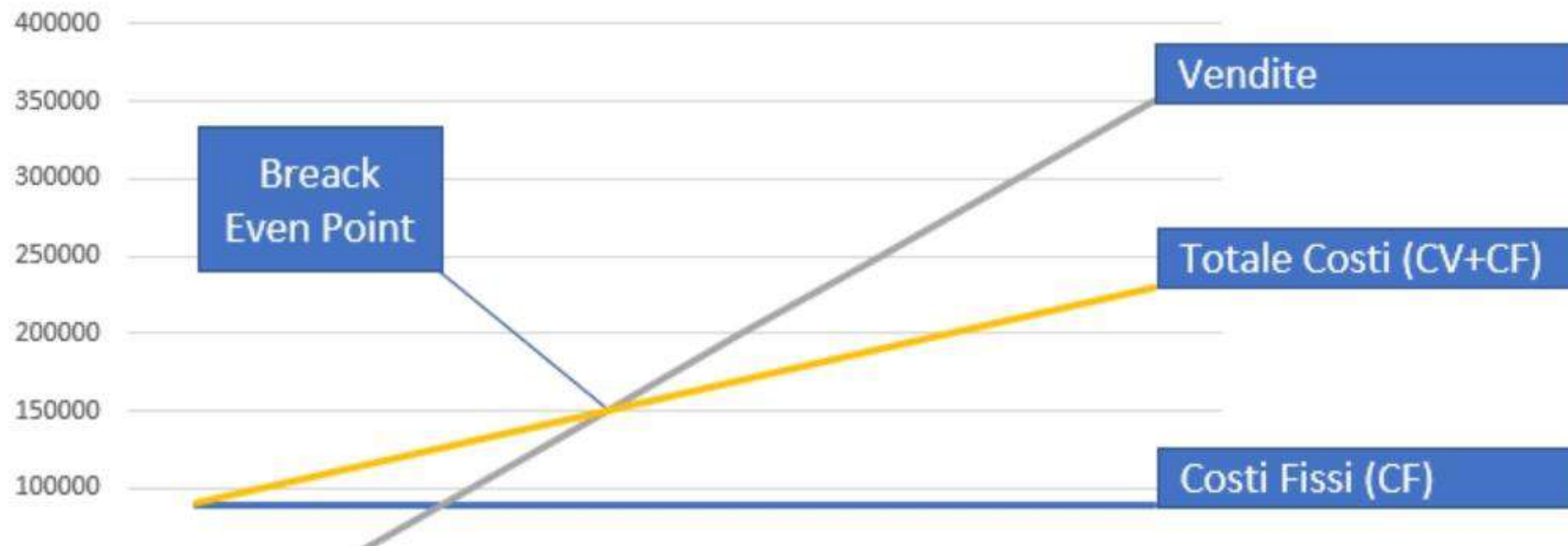
Il reddito operativo non è altro che la differenza tra le macroclassi (A-B) del conto economico redatto ai sensi dell'art. 2425 c.c.. Tale reddito, o meglio subtotale o reddito intermedio, ci indica la redditività della gestione caratteristica del business ovvero la capacità della gestione caratteristica di coprire tutti i costi sostenuti per ottenere quanto evidenziato nella macroclasse A) del conto economico, compresi: gli ammortamenti, gli accantonamenti per rischi e oneri e le perdite di valore di alcune attività.

- La positività di questo indicatore è condizione necessaria per un equilibrio economico finanziario a valere nel tempo;
- La positività di questo indicatore potrebbe non essere sufficiente a garantire la solvibilità dell'impresa nel breve termine in quanto esso non ci dice nulla in merito ai tempi di incasso dei crediti, di pagamento dei debiti e dei tempi di rotazione del magazzino;
- Il reddito operativo comprende anche componenti positive e negative straordinarie, un tempo inserite nella macroclasse E del conto economico. Se il reddito operativo è depurato di tali componenti, parliamo di Adjusted Ebit.

Break even operativo. Rappresentazione grafica

$$Pu \cdot Q - (Cvu \cdot Q) - CF = RN$$

- Pu =Prezzo di vendita unitario
- Q =quantità
- Cvu =costo variabile unitario
- CF = costi fissi
- RN =Risultato Netto
- $MCDu$ =Margine di Contribuzione Unitario= $Pu - Cvu$



Break even operativo. Costi fissi e costi variabili

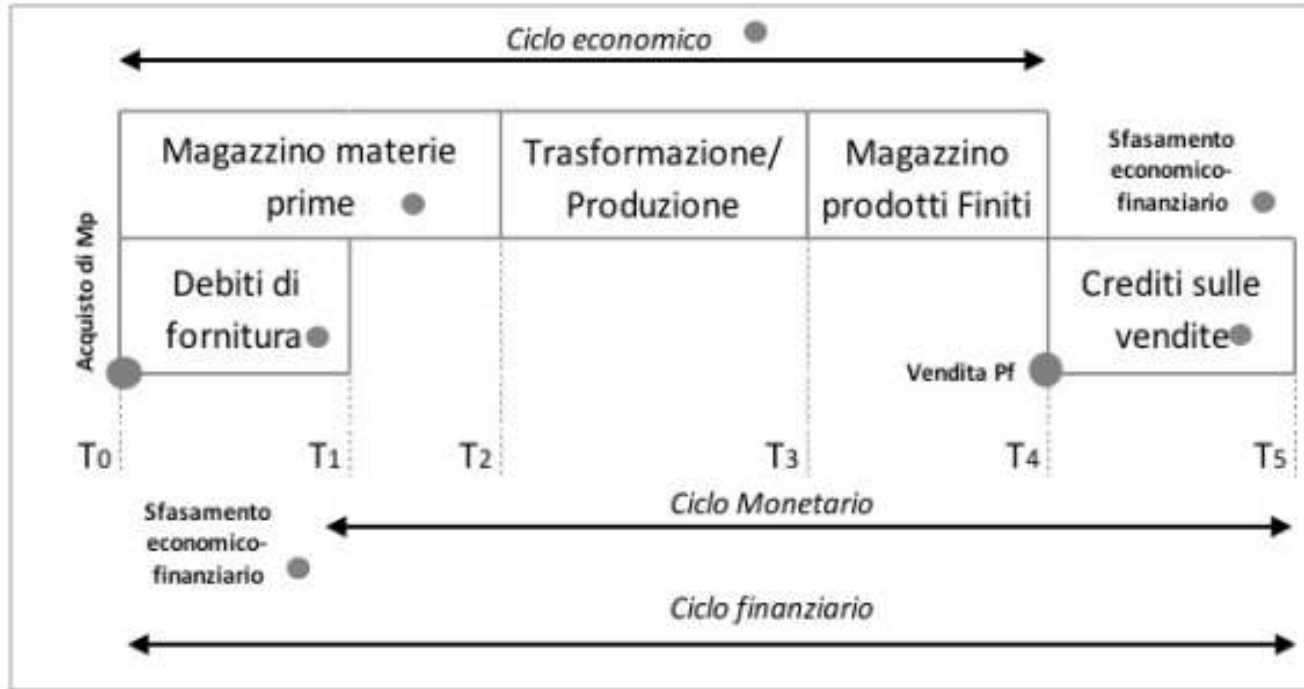
Costi fissi: costi che vengono sostenuti indipendentemente da quanto è stato prodotto o venduto. Li si definisce anche costi indipendenti dal tempo. Si hanno anche quando un'impresa chiude per ferie aziendali. Tra i costi fissi si annoverano, ad esempio:

- canone di affitto
- stipendi di dipendenti assunti a tempo indeterminato
- premi assicurativi
- Ammortamenti

Costi variabili: L'importo di tali costi dipende dalla quantità prodotta o venduta. I costi variabili sono mutevoli e basati sulle prestazioni. Tra i costi variabili si annoverano, ad esempio:

- consumo di materiale
- costi di energia
- costi di porto e trasporto
- costi per i lavoratori a contratto
- retribuzioni a cottimo

I cicli della gestione aziendale



- T₀ Acquisto Materia Prima
- T₁ Pagamento fornitori
- T₂ Inizio ciclo Produttivo
- T₃ Fine ciclo Produttivo
- T₄ Vendita Prodotti finiti
- T₅ Incasso Crediti da clienti

- Il ciclo economico inizia con l'ingresso l'acquisto delle materie prime e termina con la vendita del prodotto finito;
- Il ciclo finanziario inizia con l'acquisto della materia prima e termina con l'incasso dei crediti derivanti dalla vendita del prodotto finito;
- Il ciclo monetario inizia con il pagamento dei debiti di fornitura e termina con l'incasso dei crediti derivanti dalla vendita dei prodotti finiti;

CCC		Debiti commerciali
	Crediti commerciali	TFR
	Magazzino	Capitale netto
	Immobilizzazioni caratteristiche nette	
	Attività accessorie	
	Liquidità e crediti finanziari	Debiti finanziari

Il Capitale Circolante Commerciale

- L'espressione **capitale circolante commerciale** (indicato con la sigla **CCC**) indica la differenza tra crediti commerciali e rimanenze di magazzino da una parte, e debiti commerciali, dall'altra.

Il Capitale Circolante Commerciale: Esempio di calcolo

Crediti commerciali	20.000	Debiti commerciali	10.000
Magazzino	12.000	Debiti finanziari	25.000
Immobilizzazioni caratteristiche nette	30.000	Fondo TFR	9.000
Attività accessorie	7.000	Patrimonio netto	35.000
Liquidità e crediti finanziari	10.000		
Totale attività	79.000		79.000

Crediti commerciali	20.000
+ Magazzino	+ 12.000
- Debiti commerciali	- 10.000
= CCC	= 22.000

Il Capitale circolante

- Il Capitale Circolante Commerciale rappresenta l'insieme delle risorse destinate al ciclo di trasformazione e vendita, dal momento che al suo interno sono valorizzate le risorse che vengono prima acquistate (rappresentate dai debiti verso fornitori), successivamente trasformate (e stoccate in magazzino) e infine vendute (rappresentate dai crediti commerciali).
- Un valore positivo di tale indicatore tendenzialmente si può assimilare ad uno stato di solidità finanziaria in quanto suggerisce che le attività di breve termine sono adeguatamente e sufficientemente coperte dalle fonti di finanziamento di pari durata. Esiste una sorta di matching delle scadenze tra le poste correnti di bilancio.
- Tuttavia, dal punto di vista della liquidità in senso stretto, una variazione positiva di tale indicatore genera un aumento del fabbisogno finanziario dell'azienda.

I metodi finanziari.
Weighted Average
Costo of Capital

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d(1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

- WACC=(weighted average cost of capital)
- K_e =costo del capitale di rischio
- K_d =costo del capitale di debito
- E =equity (patrimonio netto)
- D =indebitamento finanziario netto
- T =tax rate

I metodi finanziari: esempio. Attualizzazione dei flussi di cassa attesi.

- L'azienda Alfa presenta il seguente stato patrimoniale al 31/12/2023

Capitale circolante netto operativo	2000	Posizione finanziaria netta	3000
Attivo immobilizzato netto operativo	4500	Patrimonio netto	3500

Si desidera procedere alla stima del capitale economico dell'azienda Alfa utilizzando il metodo finanziario. I FCFO attesi per i prossimi 5 anni sono:

	2024	2025	2026	2027	2028	Totale
FCFO	1100	1200	1300	900	800	5300
FCFO attualizzato. WACC: 10%	1000	992	977	615	497	4080

Il valore attuale dei flussi di cassa attesi nei prossimi 5 anni è pari a 4080.

I metodi finanziari. Esempio. Il Valore terminale dell'azienda

- L'enterprise Value al periodo 5 (EV5) è così determinato, sulla base dell'attualizzazione del flusso atteso di 500 in un orizzonte temporale illimitato al tasso del 10%:

$$EV5 = \frac{500}{0,10} = 5000$$

Il valore attuale al tempo 0 dell'EV5 sarà quindi pari a:

$$\frac{EV}{(1 + i)^5} = \frac{5000}{(1 + 0,10)^5} = 3105$$

I metodi finanziari. Esempio. Il valore economico del capitale dell'impresa



$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO}{(1+i)^t} + \frac{EVn}{(1+i)^n} - PFN = 4080 + 3105 - 3000 = 4185$$

I metodi patrimoniali

- I metodi patrimoniali attribuiscono un valore economico all'azienda sulla base di un'attenta valutazione del patrimonio aziendale;
- Il punto di partenza è rappresentato dagli elementi attivi e passivi del patrimonio stessi i quali dovranno essere opportunamente espressi a valori correnti;
- La somma algebrica dei componenti attivi e passivi del patrimonio rivalutati consente di ottenere la stima del relativo valore economico;
- Il punto di forza dei metodi patrimoniali consiste nella relativa semplicità di applicazione. Essi non prendono, tuttavia, in considerazione le prospettive reddituali della società che, di fatto, sono ciò che più interessa all'investitore;
- Questi metodi possono essere utilmente impiegati in situazioni piuttosto circoscritte ovvero quando il valore corrente degli elementi che compongono il patrimonio aziendale, di fatto, rappresentano una misura implicita anche delle corrispondenti prospettive di reddito attese: si pensi alla valutazione di una società immobiliare, il cui patrimonio è quasi esclusivamente costituito da immobili di proprietà locati a terzi oppure ad una holding finanziaria.

Altri metodi. Il metodo dei multipli

- I metodi basati sui multipli di mercato, diversamente da tutti gli altri metodi, consentono di stimare il valore dell'azienda attraverso la rilevazione dei prezzi negoziati per imprese considerate simili e comparabili con quella oggetto di valutazione;
- I prezzi negoziati sono rilevabili dalle quotazioni di borsa di società comparabili (nel caso in cui esse siano quotate), da operazioni di prima quotazione (IPO) oppure dal valore relativo a precedenti operazioni di M&A;
- I prezzi osservati vengono rapportati a tipiche grandezze economico finanziarie di bilancio delle imprese cui si riferiscono (utile d'esercizio, EBITDA, patrimonio netto) ottenendo così dei multipli utili a valutare un'azienda simile;
- Tali grandezze presentano una relazione con il capitale azionario dell'azienda (equity) o con il valore complessivo della stessa (enterprise value).

Altri metodi: il metodo dei multipli

Il metodi dei multipli: vantaggi e svantaggi

- Semplicità e immediatezza di applicazione;
- Valutazione basata su prezzi di mercato;
- Ampia diffusione fra gli operatori;
- Anche in presenza di mercati estesi ed efficienti, risulta difficile trovare aziende veramente simili e direttamente confrontabili, per esempio in termini di crescita attesa e costo del capitale alle quali applicare la logica del multiplo;
- I multipli di mercato vivono degli eccessi che talvolta si manifestano nel mercato stesso il quale potrebbe scontare tassi di crescita eccessivi per una determinata azienda, settore.
- Non tengono in considerazione il premio per il controllo della società.
- Risulta utile per confermare la stima del valore aziendale prodotta tramite l'utilizzo del metodo finanziario.

Le operazioni di ristrutturazione



- Variazioni dell'assetto proprietario (Leverage Buyout)
- Cessione di asset;
- Operazioni di stock break up
- Ristrutturazioni in caso di crisi.

Le operazioni di LBO

- Con Leveraged Buyout (LBO), letteralmente “acquisizione tramite indebitamento”, si intende una operazione di finanza straordinaria, nella quale l’investitore o acquirente acquista il controllo di un’azienda facendo ricorso, per larga parte, a capitale di debito;
- L’operazione può avere ad oggetto obiettivi sia strategici che finanziari. Essa può inoltre costituire uno strumento di difesa rispetto ad operazione ostili di takeover;
- L’operazione può avere ad oggetto società quotate (le quali saranno poi oggetto di delisting) o non quotate;
- Le operazioni di leverage buyout rientrano nella gamma più ampia delle attività di ristrutturazione aziendale volta al riassetto proprietario della società target;
- Dopo l’acquisizione, gli investitori mirano a migliorare l’efficienza operativa e aumentare il valore dell’azienda, spesso attraverso ristrutturazioni, tagli ai costi e investimenti in crescita;
- Si tratta di operazioni che sfruttano il debito per massimizzare il potenziale ritorno sugli investimenti ma che richiedono una gestione attenta dei rischi finanziari a ciò connessi.
- Il debito contratto viene ripagato, per capitale ed interessi, dai flussi di cassa prodotti dalla società target.

Caratteristiche dell'azienda target in operazioni di LBO

Flussi di cassa derivanti dalla gestione aziendale stabili e prevedibili;

Esposizione debitoria contenuta e rilevante base di asset tangibili;

Posizione di mercato stabile (es. presenza di elevate barriere all'entrata nel mercato di riferimento);

Management aziendale professionale ed efficace;

Limitate esigenze aziendali in quanto ad investimenti in immobilizzazioni e capitale circolante;

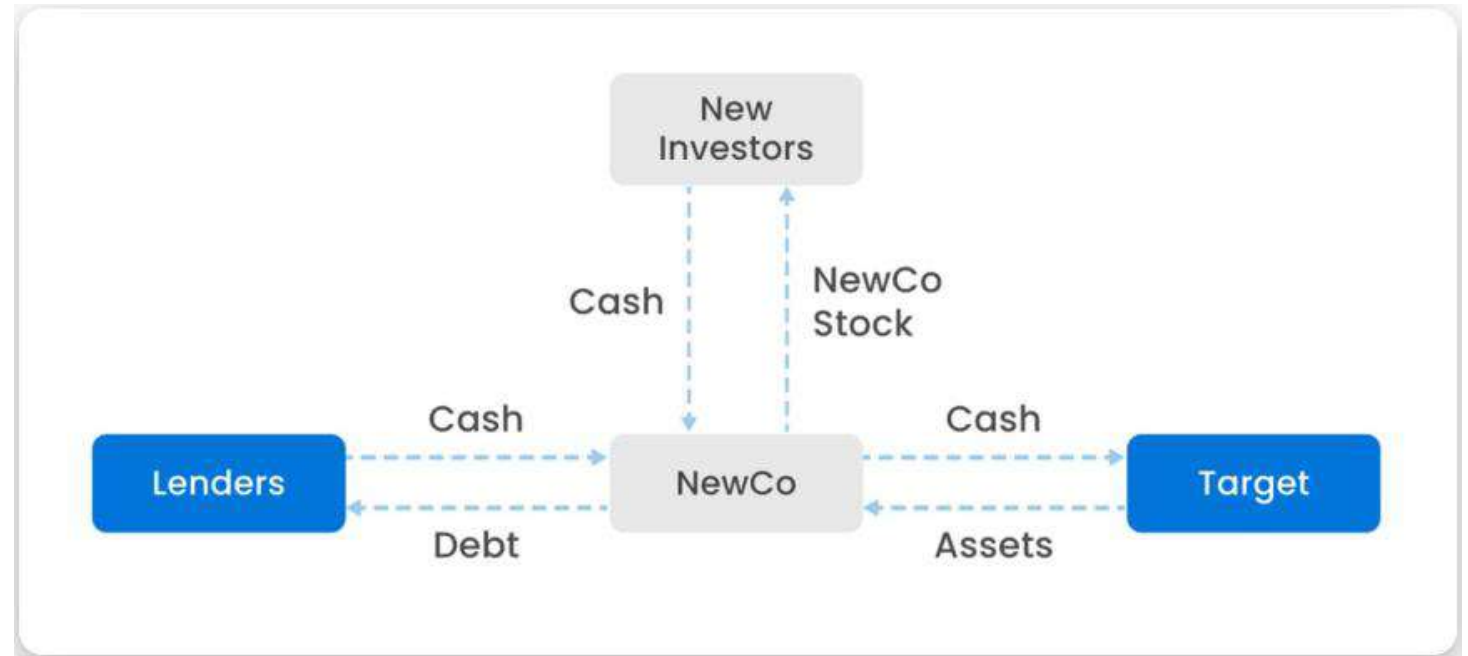
Possibilità di creazione di sinergie e di riduzione dei costi aziendali tramite interventi di riorganizzazione/razionalizzazione

Presenza di asset vendibili;

Exit strategy percorribile (per i fondi di Private Equity)

Struttura di un'operazione di LBO

- L'acquirente crea una nuova società (NewCompany, NewCo); questa viene capitalizzata in parte da equity, in parte raccoglie i capitali necessari a titolo di debito al fine di realizzare l'acquisizione di un'altra società (detta società target) o di un ramo di essa.
- LBO basato su merger: una volta rilevate le azioni della società Target, la newco si fonde con la stessa dando luogo alla «nuova target»;
- LBO con asset sale: La newco acquisisce tutti o una parte degli asset della società target svuotando il contenitore societario



Il teorema di Modigliani Miller. Prima formulazione

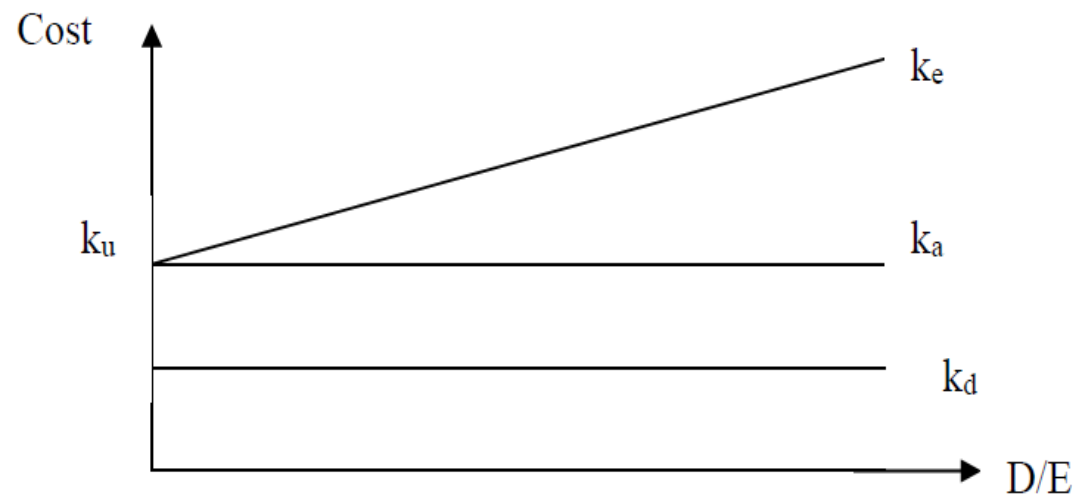
- *Proposizione I:* in un mercato perfetto privo di tasse, costi di transazione e asimmetrie informative la struttura del capitale di un'azienda, cioè il mix di debito e capitale proprio con il quale essa si finanzia non influisce sul suo valore totale. Ciò significa che l'aumento della leva finanziaria non comporta una diminuzione del valore dell'azienda:

$$VL = VU$$

VL: valore dell'impresa con debito

VU: valore dell'impresa senza debito

- *Proposizione II.* Nel modello di Modigliani Miller, il costo del capitale a debito rimane costante all'aumentare del livello di leverage dell'impresa in quanto il debito è assunto essere privo di rischio. Al contrario, il costo dell'equity aumenta in modo lineare con il livello del rapporto fra debito ed equity (D/E ratio). Il Wacc rimane costante.



Teorema di Modigliani Miller: Proposizione II

k_e =costo equity

k_d =costo del debito

k_a =Wacc

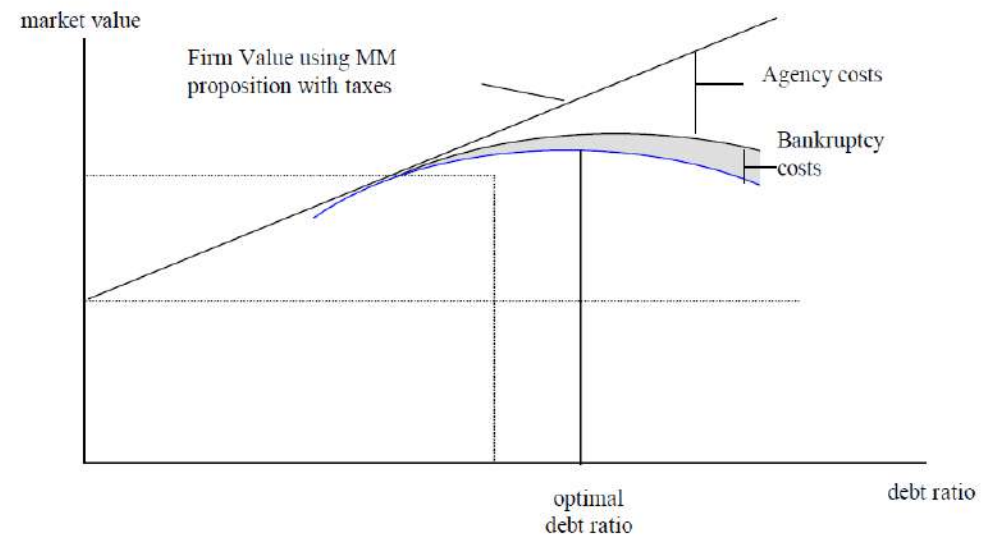
Il Teorema di Modigliani Miller.

Introduzione di tasse, costi di agenzia e costi di fallimento

- Scudo fiscale derivante dal pagamento di oneri finanziari sull'indebitamento: all'aumentare dell'indebitamento, aumenta il valore dell'impresa (debito + equity) per il minor esborso fiscale che la stessa deve sostenere. La maggiore spesa per interessi viene infatti dedotta dal reddito imponibile;

$$VL = VU + tD$$

- Costi di fallimento: l'aumentato indebitamento può portare l'impresa ad una situazione di stress finanziario conducendola, in estrema ipotesi, alla dichiarazione di fallimento e alla liquidazione degli asset in favore dei creditori. I costi connessi a tale eventualità vengono definiti costi di fallimento (*bankruptcy cost*);
- Costi di agenzia: i manager dell'impresa in difficoltà potrebbero abbandonare prudenti pratiche di gestione per intraprendere progetti d'investimento caratterizzati da pay-off elevati ma molto improbabili (*risk shifting*). Oltre ad svalutazione dell'equity tale situazione implica il deterioramento del debito.



Trade off fra interessi degli azionisti e degli obbligazionisti. Esempio

Impresa Alfa:

Totale debito scadenza 1 anno: euro 1.000,00

Totale disponibilità liquide: euro 100,00

Patrimonio netto: -900

Valore di mercato equity: 0

Valore debito: euro 100,00

Progetto d'investimento:

Flussi di cassa attesi:

- Esborso: euro 100,00
- 0 con 95% di probabilità
- 1200 con 5% di probabilità
- Net Present Value (NPV) progetto:
 $-100 \cdot (0,95 \cdot 0 + 0,05 \cdot 1200) = -40.$

La posizione degli azionisti

Valore Equity senza progetto 0

Valore atteso equity con progetto:

$$100 \cdot (0,95 \cdot 0 + (1200 - 1000) \cdot 0,05) = 10$$

Guadagno di 10 rispetto alla posizione di partenza

La posizione degli obbligazionisti

Valore del debito senza progetto: 100

Valore del debito con progetto: $0 \cdot 0,95 +$

$1000 \cdot 0,05 = 50$ (perdita di valore di 50 rispetto alla situazione di partenza)

L'esempio evidenzia una palese situazione di conflitto d'interessi fra azionisti e obbligazionisti. I primi vedono nell'operazione la possibilità di risollevare le sorti aziendali pur a fronte dell'assunzione di un rischio notevole.

I secondi vedono la concreta possibilità che il loro credito si deteriori ulteriormente.

Come crea valore un'operazione di LBO?

I fattori di creazione di valore di un'operazione di LBO sono:

- incremento dell'EBITDA della società target nel periodo d'investimento. Ciò può avvenire a seguito di operazioni di razionalizzazione/riorganizzazione o di espansione della società acquisita.
- l'eventuale diminuzione del debito della target tramite i flussi generati dalla gestione operativa
- possibile aumento del multiplo d'uscita rispetto a quello di entrata.

Dati operazione		Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Contributo alla creazione di valore
Equity Contribution	750						750
Debito residuo	250	200	150	100	50	0	250
EBITDA		70	70	70	70	70	
EBITDA utilizzato per pagare il debito (Capitale ed interessi)		50	50	50	50	50	
EBITDA residuo		20	20	20	20	20	100
Multiplo d'uscita	2						1100
Prezzo di vendita							2200

Le altre tipologie di Buyout

- **MBO** – Management Buy Out – è una operazione di acquisizione di azienda da parte di un gruppo di manager interni all'azienda che assumono la figura di manager/imprenditori;
- **MBI** – Management Buy In – è una operazione di acquisizione di un'azienda da parte di un gruppo di manager esterni all'azienda stessa che assumono la figura di manager/imprenditore.
- **Family Buy Out** è una operazione di acquisizione di un'azienda da parte di un familiare o di un ceppo familiare interni all'azienda che liquidano alti componenti della famiglia che vogliono uscire;
- **Employee Buy Out** è una operazione di acquisizione di azienda da parte di un gruppo di dipendenti interni all'azienda che assumono la figura di manager/imprenditori. Spesso i dipendenti sono affiancati dai manager dell'azienda e si configura un MBO – Management Buy Out -.

Management Buyout

- **Fase I:** i soggetti (i.e. manager, dipendenti,..) interessati all'acquisto della società target costituiscono una società (c.d. NewCo): tipicamente, parte delle azioni della NewCo sono sottoscritte da un investitore finanziario che entra anche esso nel capitale sociale finanziando l'operazione (i.e. in tale ambito, è frequente il coinvolgimento di un fondo di Private Equity);
- **Fase II:** la NewCo assume finanziamenti per un importo tale da coprire, sommato a quanto già versato dai soci, il prezzo di acquisto della quota (parziale o totale) di capitale sociale dell'impresa target;
- **Fase III:** la NewCo sottoscrive la quota del capitale sociale dell'impresa target;
- **Fase IV:** una volta perfezionato l'acquisto, la NewCo generalmente si fonde con la società target; in questo modo, il finanziamento erogato alla NewCo entrerà a far parte delle passività della società target e potrà, pertanto, usufruire, in tutto o in parte, delle garanzie reali che questa sarà in grado di produrre ed essere più facilmente rimborsato flussi di cassa generati dalla società.

Corporate restructuring.

- Le operazioni di disinvestimento hanno ad oggetto la dismissione di asset o di rami d'azienda:
 - Strutture aziendali (divisioni produttive);
 - Rami aziendali (patrimoni immobiliari, portafoglio crediti ecc);
- I break up azionari comportano la cessione totale o parziale del capitale di società controllate o la cessione del rendimento azionario di aree di business nell'ambito di società multibusiness:
 - Spin-off;
 - Carve-out;
 - Split-off
 - Tracking stock



Corporate restructuring. Le motivazioni

- Focalizzazione strategica;
- Riduzione del fenomeno del conglomerate discount:
 - Problemi di agenzia;
 - Meccanismo dei sussidi incrociati;
 - Asimmetria informativa fra manager e investitori
- Venditori strategici;
- Normativa antitrust

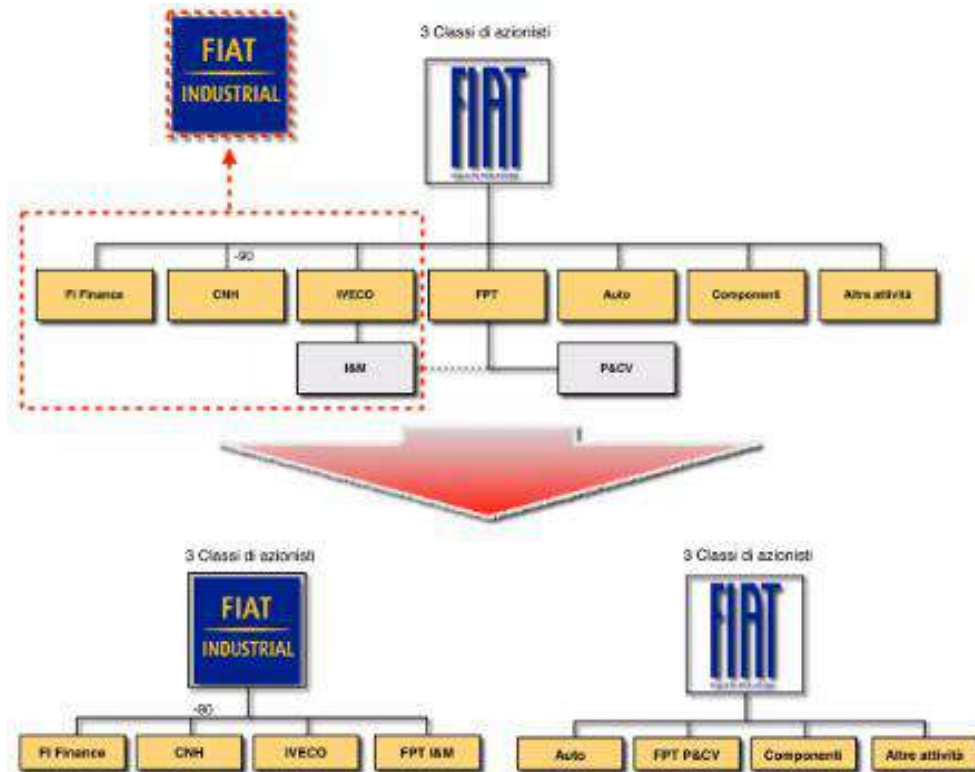
Operazioni di spin-off

- Le azioni di una società controllata o di una newco o società preesistente nella quale confluiscono divisioni aziendali o rami di business, vengono cedute in proporzione ai soci della società capogruppo.
- La cessione avviene senza pagamento di un corrispettivo da parte degli azionisti della capogruppo costituendo, a tutti gli effetti, un dividendo straordinario.
- Dal punto di vista finanziario l'operazione è neutra per i soci della capogruppo (a fronte del riconoscimento delle azioni della controllata, si assisterà ad una diminuzione del valore delle azioni della capogruppo) salvo le sinergie derivanti dalla focalizzazione strategica delle società post scissione;
- Tale tipo di operazione è motivata dall'opportunità di focalizzare strategicamente, in modo separato, aree di business che rispondono a logiche diverse favorendo il venir meno del fenomeno del conglomerate discount.
- Ogni realtà sarà autonoma nell'adottare decisioni strategiche all'interno del proprio perimetro di attività e del mercato di riferimento.

Fiat svolta e raddoppia: Marchionne presenta Fiat S.p.A. e Fiat Industrial S.p.A.



Spin off Fiat Spa



- Il 21 aprile 2010 l'amministratore delegato di Fiat, Sergio Marchionne, durante la presentazione del piano industriale, rese nota l'intenzione di procedere ad una scissione dei business veicoli industriali, macchine agricole e per le costruzioni e relativi motori e trasmissioni.
- Il 1 gennaio 2011 (data di efficacia della scissione) Fiat trasferì ad una impresa di nuova costituzione, Fiat Industrial, alcuni elementi dell'attivo relativi ai business dei veicoli industriali (Iveco), motori "industrial & marine" (Fiat Powertrain Technologies), macchine agricole e per le costruzioni (Cnh). Tali asset furono separati da quelli automobilistici (Fiat Group Automobiles, Ferrari, Maserati, Magneti Marelli, Teksid, Comau e le attività di motori e trasmissioni per veicoli commerciali di Fiat Powertrain Technologies).
- «La scissione darà chiarezza strategica e finanziaria ai due business - legato all'auto e industriale - e ne permetterà lo sviluppo indipendente. Il consiglio ritiene che l'operazione consentirà la giusta valutazione sui mercati dei capitali di entrambe le società» Amministratore Delegato Fiat, Marchionne.

Operazioni di carve-out

- Operazioni che comportano lo scorporo e il conferimento di un'azienda o di un ramo aziendale, dotato di autonoma capacità di produrre reddito, ad una newco e società preesistente. Le azioni emesse sono in questo caso di pertinenza della società conferente;
 - Visibilità e focus strategico relativamente ad una determinata area di business;
 - Possibilità di partecipare a joint venture da parte della realtà scorporata;
 - Cessione di un ramo aziendale;
 - Quotazione delle newco

DIFFERENZA RISPETTO A SPIN-OFF: LE AZIONI EMESSE DALLA SOCIETA' CONFERITARIA SONO DI PERTINENZA DELLA SOCIETA' CONFERENTE

- Cessioni di quote azionarie di una società controllata a terzi contro corrispettivo monetario (equity carveout):
 - Secondary carve-out: operazione fatta su azioni in circolazione contro corrispettivo monetario;
 - Primary carve-out: operazione basata su un aumento di capitale da parte della società controllata;
 - IPO (valutazione continua di mercati e rafforzamento degli incentivi per il management).

Operazioni di equity carveout. Vantaggi



Vantaggi derivante dal mantenimento del controllo della società partecipata;



Benefici derivanti dal cash flow tramite il collocamento di azioni a pagamento;

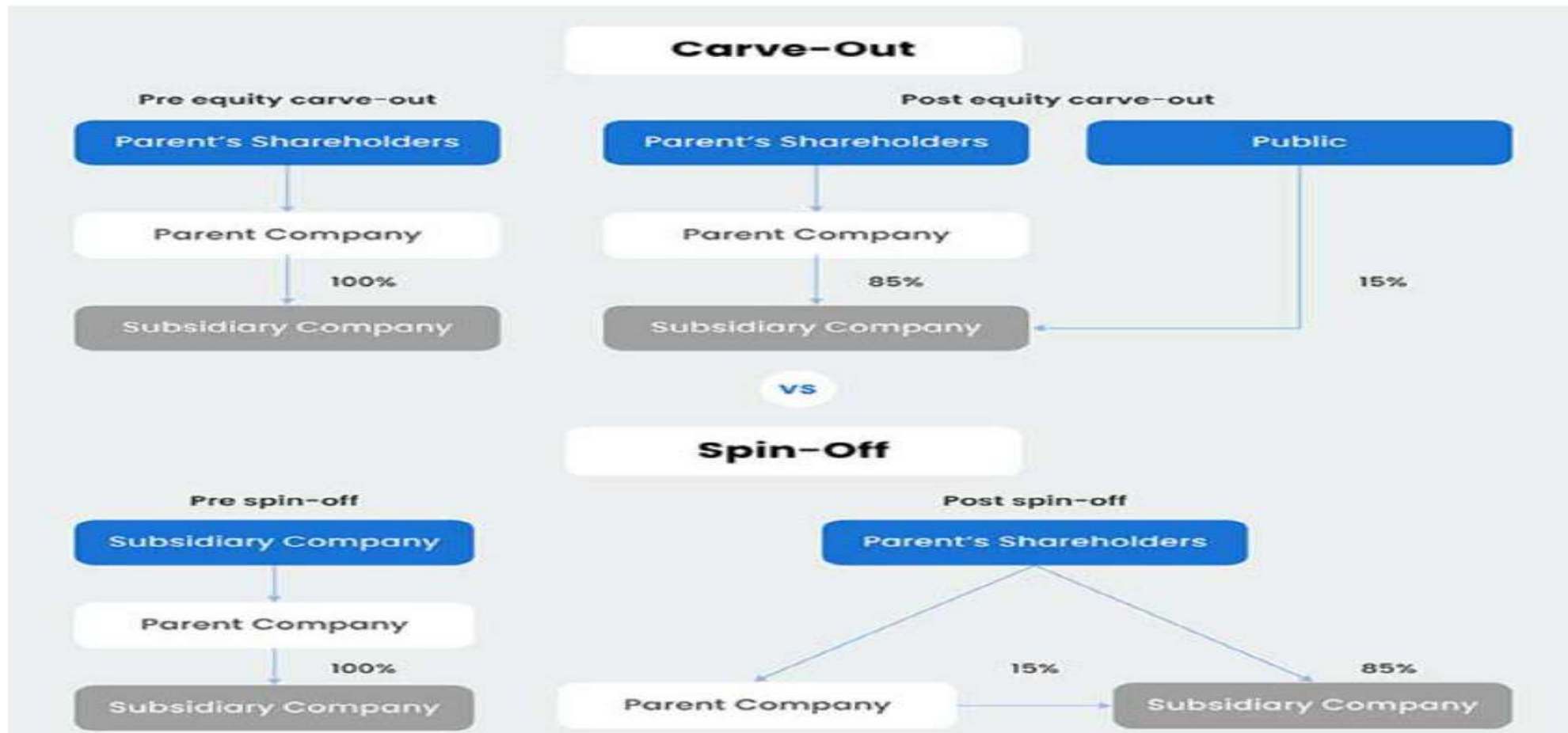


Possibilità di redigere il bilancio consolidato con stabilizzazione dei risultati economici (in caso di correlazione negativa fra partecipante e partecipata);



Possibilità di apprezzamento delle valore delle azioni della controllata in caso di IPO;

Carve-Out Vs Spin-Off

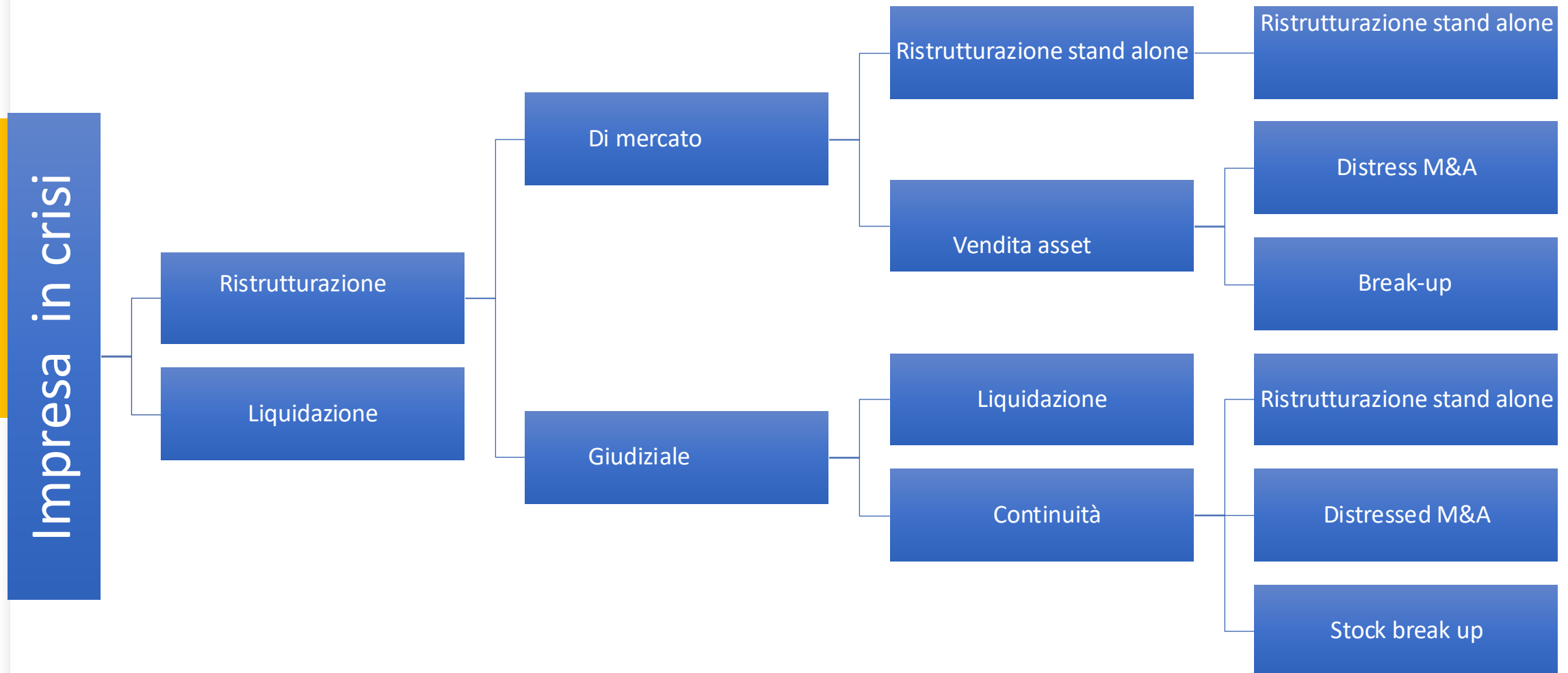


Split off e tracking stock

Split-off: collocamento delle azioni di una controllata attraverso un'offerta di scambio agli azionisti della capogruppo;

Tracking stock: diritto patrimoniale sul risultato economico di una determinata unità di business;

Ristrutturazione finanziaria di imprese in crisi



Piano di ristrutturazione. I contenuti

- Ristrutturazione industriale:
 - Razionalizzazione operativa;
 - Riorganizzazione industriale;
 - Disinvestimenti;
 - Ridisegno dei confini del business.
- Ristrutturazione finanziaria:
 - Moratoria debito;
 - Rinegoziazione del debito;
 - Rimborso del debito a sconto
 - Operazioni di debt exchange (portano spesso ad una modifica dell'assetto proprietario).
 - Nuova finanza.



Il Debt-Equity swap

Le operazioni di debito contro azioni possono essere definite come una riorganizzazione di capitale in cui i creditori (solitamente, ma non esclusivamente prestatori istituzionali) scambiano o convertono una porzione dell'indebitamento di una società per una o più classi del suo capitale azionario”.

Per l'impresa in crisi si tratta di un metodo sorprendentemente efficace di rafforzamento della propria struttura finanziaria. Essa vede sostituirsi agli obblighi rigidi a servizio del debito i cash-flow in uscita più elastici (e soprattutto legati allo stato di salute dell'azienda) nei confronti delle partecipazioni azionarie.

Per i creditori si tratta di uno strumento vantaggioso nella misura in cui evita (in una prospettiva di continuità aziendale) lunghe, farraginose e spesso inconcludenti procedure giudiziali. Allo stesso tempo essi aumentano la loro esposizione al rischio, rendendo quest'ultimo molto diverso rispetto a quello che essi, in particolar modo una banca, sono specializzati a gestire.

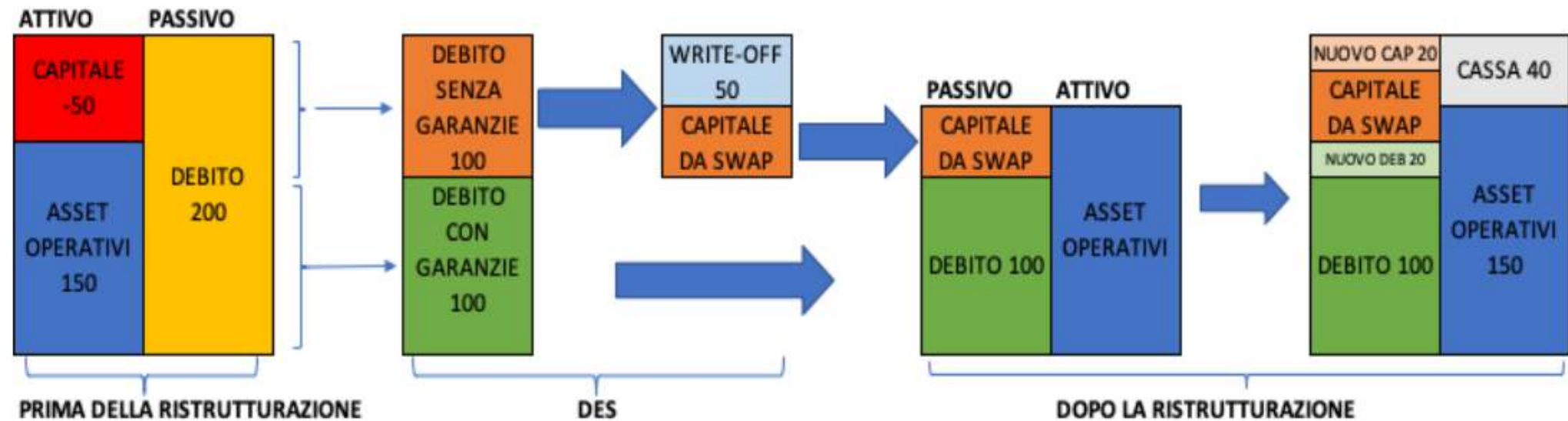
Il Debt-Equity Swap. Vantaggi per il creditore

Un ruolo ben più forte nella governance della società in crisi (se non addirittura il controllo).

L'opzione a partecipare al valore creato in caso di successo sia in termini di utili che di rivalutazione del capitale.

La sua utilizzabilità come strumento di finanza straordinaria nell'acquisizione di società distressed, ma dal significativo potenziale strategico. Tecnica ben conosciuta dagli hedge fund specializzati in take-over ostili di società in crisi.

Debt-Equity Swap



Esempio tratto da: Corporate & Investment Banking. Giancarlo Forestieri 2020.

TIM: perfezionata la cessione di NetCo a KKR

Confermata la riduzione dell'indebitamento finanziario attesa dall'operazione

01/07/2024 - 17:41

Comunicato
Corporate

**TIM: nuove disposizioni
organizzative...**

27 SETTEMBRE 2024

Facendo seguito a quanto comunicato in data 24 giugno 2024, TIM annuncia di aver perfezionato la cessione di NetCo a Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. ("KKR") mediante il conferimento in FiberCop (società controllata al 58% da TIM) del ramo d'azienda di TIM che comprende l'infrastruttura di rete fissa e le attività *wholesale*, e la successiva acquisizione dell'intero capitale di FiberCop da parte di Optics BidCo, società controllata da KKR.

L'operazione di cessione di NetCo valorizzata fino a un massimo di 22,0 miliardi di euro comprensivi di *earn-out* legati al verificarsi di determinate condizioni, permette a TIM una riduzione dell'indebitamento finanziario in linea con quanto già comunicato al mercato ([Link](#), slide 60).

In particolare, il *deleverage* previsto al *closing*, al lordo degli aggiustamenti usuali per questa tipologia di operazioni, è confermato in 14,2 miliardi di euro ([Link](#), slide 60).

L'operazione consente a TIM di adottare un nuovo modello aziendale che permetterà al Gruppo di competere in maniera più efficace sul mercato *Consumer* ed *Enterprise* in Italia, grazie a un maggior *focus* sulle componenti industriali e commerciali e a una solida struttura finanziaria.



Struttura dell'operazione



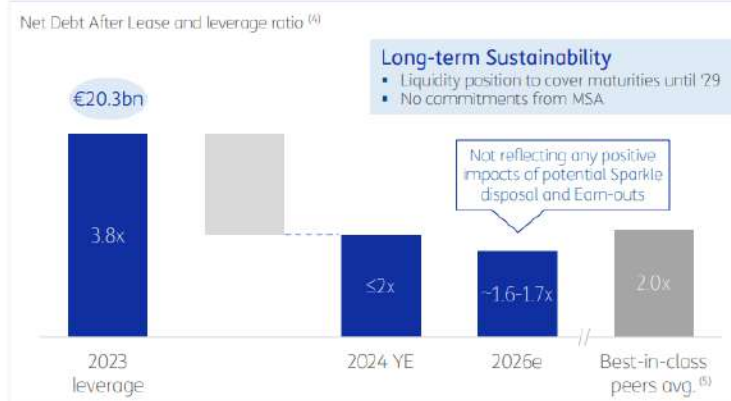
NetCo disposal - Solid capital structure thanks to unprecedented deleverage from transaction

KEY TERMS OF NETCO TRANSACTION

NetCo EV (incl. conditional items)	€22bn
OF transaction & Regulation Earn-Outs ⁽¹⁾	€2.5bn
Energy Earn-Out & benefit of LME	€0.6bn
NetCo Base EV	€18.8bn
Bridge to deleverage ⁽²⁾	€4.6bn
Expected TIM deleverage @ closing ⁽³⁾	€14.2bn

Not including €0.6bn IRU granted to TIM @ carve out

Unprecedented deleverage aligning leverage to best-in-class peers



- Earn-out: integrazione tra FiberCo, la società in cui è appena confluita la rete venduta a Kkr, e Open Fiber, l'operatore controllato dalla Cassa Depositi e prestiti e attivo anch'esso nel settore delle infrastrutture tlc (2,5 Mln);

Le disposizioni
del Tuf sulle
Opa/s
Parte IV, Titolo
II, Capo II T.u.f.

Sez. 1: disciplina applicabile a tutte le Opa/s, senza che rilevi la quotazione o altro (salvo art. 104)

Sez. 2: disciplina della Opa obbligatorie aventi necessariamente per oggetto azioni ordinarie di società italiane quotate in mercati regolamentari italiani (art. 105).

Le offerte pubbliche di acquisto e scambio.

Alcune importanti definizioni.

- *Offerta pubblica di acquisto o di scambio: «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)*; non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari» (Art 1, lett. v, t.u.f.);*
- *"prodotti finanziari": gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari» Art 1. comma 1 lettera. u T.u.f.*

*L'Offerta Pubblica di scambio deve essere rivolta ad un numero di soggetti non inferiore a 150 (Art 34 ter, comma 1, lettera a Regolamento Consob 11971 e deve avvenire per un corrispettivo totale per ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, non inferiore a 8.000.000 di euro (Art 34 ter, comma 1, lettera c Regolamento Consob 11971

Opa volontaria e Opa obbligatoria

- Una prima distinzione può essere effettuata in ragione dei presupposti giuridici e del quantitativo dei titoli oggetto di Offerta:
- Opa volontaria (artt. 102 e ss. del Tuf): la promozione dell'Offerta è rimessa alla mera volontà degli Offerenti, può essere promossa su titoli quotati, titoli non quotati o titoli diffusi, il corrispettivo è determinato dall'Offerente e il buon fine dell'Offerta può essere subordinato a determinate condizioni. Inoltre, può avere ad oggetto la totalità dei titoli della categoria emessi dell'Emittente (Opa volontaria totalitaria) o solo una parte di essi (Opa volontaria parziale);
- Opa obbligatoria (artt. 106 e ss del Tuf): la promozione dell'Offerta è imposta dalla legge al verificarsi di determinati presupposti, può essere promossa soltanto su titoli quotati e il corrispettivo è determinato in base a criteri individuati dalla legge. Inoltre, il buon fine dell'Offerta non può essere subordinato a nessuna condizione ed essa può essere solo di tipo totalitario.

Distinzione sulla base del corrispettivo offerto

- Una seconda distinzione può farsi in base al prezzo (o Corrispettivo) offerto che può essere costituito da contanti (**OPA**) oppure da altri strumenti finanziari. In questo secondo caso si è in presenza di una offerta pubblica di scambio (**OPS**). Ci sono dei casi, infine, dove il corrispettivo è costituito in parte da denaro contante e in parte da strumenti finanziari; si parla allora di offerta pubblica di acquisto e scambio (**OPASc**).

La ratio della disciplina sulle Offerte pubbliche di acquisto e di scambio.

- Protezione dei titolari dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta da asimmetrie informative e problemi di coordinamento;
- Evitare l'«effetto sorpresa»;
- Garantire pienezza d'informazione e tempi adeguati per decidere, il tutto sotto la supervisione dell'autorità di vigilanza;
- Ricerca di equilibrio fra esigenze politiche opposte: la tutela del singolo investitore e le esigenze del mercato del controllo;

Le fasi dell'opa/s. Fase iniziale

1. Comunicazione preventiva alla Consob: «La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione» Art 102, comma 1 T.u.f.
2. Documento d'offerta da pubblicare: «...l'offerente promuove l'offerta tempestivamente, e comunque non oltre venti giorni dalla comunicazione di cui al comma 1, presentando alla Consob il documento d'offerta destinato alla pubblicazione....»
3. Controllo preventivo della Consob e i suoi poteri interdittivi: «Entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Con l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta nonché particolari garanzie da prestare.....Tali informazioni sono fornite entro il termine fissato dalla Consob, comunque non superiore a 15 giorni (Art 102, comma 4 T.u.f).

«In pendenza dell'offerta la Consob può:

a) sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente capo o delle norme regolamentari;

b) sospenderla, per un termine non superiore a trenta giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta;

c) dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme» (Art 102, comma 6 T.u.f.).

Le fasi dell'opa/s. Svolgimento dell'offerta

1. Irrevocabilità dell'offerta e parità di condizioni: *«L'offerta è irrevocabile. Ogni clausola contraria è nulla. L'offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto»* Art 103. comma 1 T.u.f.
2. Durata: *«tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni per le offerte promosse ai sensi degli articoli 106, commi 1 e 3, del Testo unico (Articolo relativo all'Offerta pubblica di acquisto totalitaria)..... tra un minimo di quindici e un massimo di quaranta giorni per le altre offerte»* Regolamento Emittenti Consob 11971, Art 40, lettere a e b.
3. Offerte concorrenti:
 - *«Le offerte concorrenti sono pubblicate fino a cinque giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione, anche prorogato, dell'offerta precedente»* Art 44, comma 1, Regolamento Emittenti 11971 Consob;
 - *«Fatta salva la facoltà di cui al comma 4, i rilanci e le altre modifiche sono effettuati entro il termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio o modifica di altro offerente»* Art 44, comma 3, ,Regolamento Emittenti 11971 Consob;
 - *«Il periodo di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati sono allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente.....»* Art 44, comma 5, Regolamento Emittenti 11971 Consob;
 - *«Dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili»* Art 44, comma 7, Regolamento Emittenti 11971 Consob.

Opa obbligatorie. Ambito di applicazione

- *«Salvo quanto previsto dall'articolo 101-ter, commi 4 e 5, le disposizioni della presente sezione (sezione II) si applicano alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani». Art 105, comma 1 Tuf.*
- *«Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza». Art 105, comma 2 Tuf.*

Ratio dell'Opa obbligatoria

- Ridurre la coazione a vendere da parte dell'azionista;
- Proteggere gli azionisti di minoranza nei confronti di mutamenti di controllo inefficienti, dannosi o «predatori»;
- Tutelare gli azionisti di minoranza contro mutamenti non desiderati che essi non hanno contribuito a decidere;
- Proteggere gli azionisti contro la perdita di contendibilità della società;
- L'Italia ha scelto il modello del *City Code* londinese, il quale prevede che l'obbligo di Opa intervenga al superamento di una soglia fissa;
- Far beneficiare i soci di minoranza del premio che percepisce chi vende il pacchetto di controllo.

Opa obbligatorie: Opa obbligatoria totalitaria

- *«Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso». Art 106, comma 1 T.u.f.*
- *«Per ciascuna categoria di titoli, l'offerta è promossa entro venti giorni a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria»*
- *«Qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile».*

Opa obbligatorie: Opa obbligatoria totalitaria

- *«La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da:*
 - *a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;*
 - *b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;*
 - *c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;*
 - *d) operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo;*
 - *e) operazioni di fusione o di scissione;*
 - *f) acquisti a titolo gratuito» Art 106 Tuf*
- *Offerte preventiva parziali con referendum. Art 107 Tuf.*
- *Partecipazione ottenuta tramite offerta di acquisto/scambio totalitaria (Opa totalitaria esimente). Art 106, comma 4 Tuf.*

Offerta pubblica di acquisto preventiva

- «....offerta pubblica di acquisto o scambio avente ad oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria, ove ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni:
 - a) *l'offerente e le persone che agiscono di concerto con lui, non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva, nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, né durante l'offerta;*
 - b) *l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo i titoli detenuti, in conformità dei criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lettera b), dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dalle persone che agiscono di concerto con lui»*; Art 107 Tuf.

Libera determinazione del prezzo;

Possibilità di opa parziale;

L'offerente non deve effettuare acquisti superiori all'1% né l'anno anteriore all'opa, né nell'anno successivo;

Approvazione soci di minoranza;

Non si compiono operazioni di fusione o scissione nell'anno successivo.

L'obbligo di acquisto residuale

- «L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento». Art 108, comma 1 Tuf;
- «Salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento». Art 108, comma 2 T.u.f.
- «Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta totalitaria precedente....» Art 108, comma 4 Tuf

Vale solo per le categorie di titoli per le quali siano state superate le soglie rilevanti;



Possono verificarsi due casi:

Partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli a seguito di OPA totalitaria: obbligo di acquisto su tutti i titoli residui;

Partecipazione superiore al 90% dei titoli quotati: obbligo di acquisto dei restanti titoli quotati o ripristino del flottante entro 90 gg

Diritto di acquisto

- *«L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento». Art 108, comma 1 T.u.f.*
- *«Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, sempre che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta». Art 8, comma 2 T.u.f.*

Azioni di difesa preventive

- Clausole di prelazione, di gradimento, patti parasociali, incroci azionari, diritti speciali di nomina degli amministratori, limitazioni o maggiorazioni al diritto di voto.

Limitazioni

Regola di neutralizzazione«.... Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali...» (necessaria previsione statutaria) Art 104 bis Tuf

Durata dei patti e diritto di recesso: «*Gli azionisti che intendano aderire a un'offerta pubblica di acquisto o di scambio promossa ai sensi degli articoli 106 o 107 possono recedere senza preavviso dai patti indicati nell'articolo 122. La dichiarazione di recesso non produce effetto se non si è perfezionato il trasferimento delle azioni*». Art 123, comma 3 Tuf

Azioni di difesa successive

- Atti che puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di adesioni che l'offerente intende raggiungere:
 - Aumenti di capitale;
 - Acquisto di azioni proprie;
 - Conversione in azioni con diritto di voto di altri strumenti finanziari;
- Comportamenti volti a mutare, anche con effetto differito, le caratteristiche patrimoniali ed aziendali della società oggetto di acquisto:
 - Cessione di beni e altri componenti dell'attivo;
 - Fusioni e scissioni;
 - Atti che aumentano il peso dell'indebitamento finanziario;
 - Avvio di un ciclo di acquisizioni;
 - Improvvisa modifica delle politiche industriali o commerciali;
 - Dividendi straordinari o misure equivalenti;

Azioni di difesa successive

- Comportamenti di disturbo:
 - la promozione di un'offerta contraria sulle azioni dell'offerente o di una sua controllata o l'acquisto di nuovi "business" che rendono più difficile il superamento dei problemi connessi alla normativa antitrust;
 - il riconoscimento agli amministratori in carica di diritti particolari in caso di loro sostituzione.

Limiti

- *Passivity Rule: Salvo autorizzazione dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. L'obbligo di astensione si applica dalla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, e fino alla chiusura dell'offerta ovvero fino a quando l'offerta stessa non decada. La mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti» Art 104 Tuf*



dott. Enrico Cervaro

E-mail: cervaroenrico@libero.it

Indirizzo linkedin:

<https://www.linkedin.com/in/enrico-cervaro-17597948/>