

***LA FINANZA STRAORDINARIA.  
LA VALUTAZIONE D'AZIENDA.***

Lezione 10, 11 e 12

Castellanza,  
18, 25 Novembre e  
2 Dicembre 2009

## La finanza straordinaria

La *finanza straordinaria* comprende tutte quelle operazioni che, per la loro natura e per la loro rilevanza, producono un profondo e rilevante cambiamento nella vita dell'impresa.

Le operazioni di finanza straordinaria producono i propri effetti nel medio e nel lungo termine, condizionando per molto tempo il futuro e lo stesso sviluppo dell'impresa che le ha poste in essere. Per questo costituisce un momento fondamentale la fase di *valutazione* economico-finanziaria e strategica che le precede.

## Una premessa: gli effetti prodotti

Le operazioni di finanza straordinaria producono sempre almeno una delle seguenti conseguenze di lungo termine e in alcuni casi di carattere permanente:

- modificazione della struttura finanziaria dell'impresa;
- modificazione della proprietà del complesso aziendale o di una sua parte;
- modificazione dell'assetto azionario dell'impresa.

## Le operazioni a carattere straordinario

Le operazioni che producono i suddetti effetti e che possono essere definite a carattere straordinario sono:

- le ACQUISIZIONI e CESSIONI di società
- le ACQUISIZIONI, CESSIONI e SCORPORI di rami d'azienda
- le FUSIONI tra società
- le SCISSIONI di società

## Le operazioni a carattere straordinario *(continua)*

<b>Operazioni che comportano un impiego di risorse</b>	<b>Operazioni che rappresentano un realizzo di risorse</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- acquisizioni di società</li> <li>- acquisizioni di rami di aziende</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- cessioni di società</li> <li>- cessione di rami di azienda</li> </ul>
<b>Operazioni tendenzialmente “neutrali”</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- fusioni</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- scissioni</li> <li>- scorpori di rami d'azienda</li> </ul>

## Altre operazioni di finanza straordinaria

Alle già citate operazioni è possibile aggiungere, per il loro carattere straordinario, le **operazioni di emissione di titoli** da parte delle imprese.

Questo perché:

- ✓ non hanno carattere ordinario
- ✓ richiedono valutazioni approfondite da parte della società che pone in essere l'operazione
- ✓ sono spesso presenti nella maggior parte dei casi in cui un'impresa pone in essere una operazione di finanza straordinaria

## Altre operazioni di finanza straordinaria (*continua*)

Esistono altre operazioni di finanza straordinaria che esulano dalla finanza aziendale in senso stretto o che sono riconducibili alle tipologie precedentemente richiamate:

- ✓ operazioni di PROJECT FINANCING
- ✓ operazioni di JOINT VENTURE SOCIETARIE
- ✓ operazioni di PRIVATIZZAZIONE di enti o società pubbliche

## Operazioni di investimento: le acquisizioni

Si tratta, prima di tutto, di un'operazione assimilabile ad un investimento, quindi soggetta all'applicazione dei principi fondamentali in termini di decisione e valutazione degli investimenti.

E' molto complesso, tuttavia, valutare costi e benefici connessi a tale tipologia di operazioni.

Diverse sono le modalità con cui condurre tale operazione (vedi slide successiva), ma l'elemento comune è il **trasferimento della proprietà** di un'impresa ad un'altra impresa.



## Le ragioni di una acquisizione

- ✓ Ambizione dell'imprenditore/manager
- ✓ Incremento della quota di mercato e dei ricavi
- ✓ Ingresso in una nuova area geografica
- ✓ Ingresso in un nuovo settore merceologico
- ✓ Acquisto marchio/brevetto/tecnologia/know how
- ✓ Eliminazione di un concorrente
- ✓ Annessione di un fornitore/cliente chiave
- ✓ Diversificazione (rischio/prodotto/mercato di riferimento)
- ✓ Economie di scala e di integrazione verticale

## L'impostazione di una acquisizione

- ✓ Analisi e definizione del mercato e della azienda target
- ✓ Screening generale delle aziende
- ✓ Analisi delle aziende in funzione del livello di interesse
- ✓ Analisi specifica delle aziende più interessanti
- ✓ Decisione sulla priorità dei contatti
- ✓ Decisione sulle modalità dei contatti
- ✓ Presa di contatto

## Modalità di acquisizione

Le aziende possono essere acquisite da:

- ✓ altre aziende
- ✓ manager
- ✓ investitori finanziari

utilizzando le seguenti modalità tecniche:

- ✓ leveraged buy out
- ✓ concambio di azioni (solo per altre aziende)
- ✓ cash

e l'acquisizione può avvenire attraverso:

- ✓ acquisto di azioni
- ✓ acquisto di asset

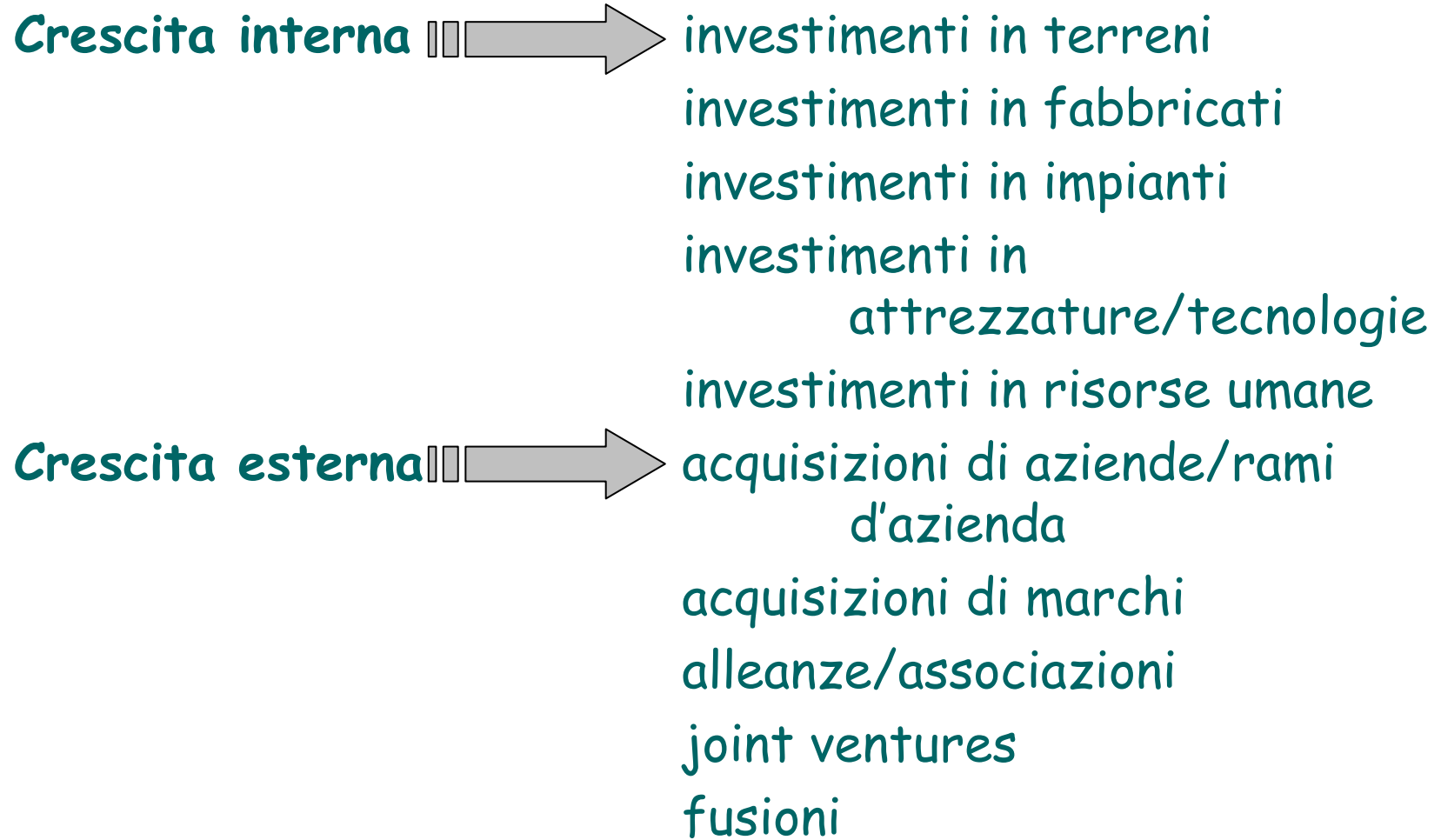
L'azienda può rimanere "autonoma" giuridicamente o può essere "fusa" (per incorporazione o fusione pura).

## Una considerazione

Indipendentemente dalla modalità tecnica di realizzazione, l'operazione di acquisizione, avendo sempre e comunque il medesimo obiettivo di trasferimento della proprietà, è sempre soggetta a considerazioni riguardanti:

- ✓ la crescita esterna come alternativa alla crescita interna
- ✓ la valutazione dei vantaggi e degli svantaggi connessi all'operazione
- ✓ la valutazione delle motivazioni alla base dell'operazione
- ✓ i criteri di scelta della società da acquisire

## Crescita interna vs. Crescita esterna



## Crescita esterna vs. Crescita interna

### Vantaggi

- ✓ **Tempi di realizzazione** (per l'acquisizione si può essere molto rapidi, al contrario che per progettare, costruire e far funzionare un impianto)
- ✓ **Maggiore certezza dei costi** (per un'acquisizione c'è un prezzo, per un nuovo impianto un preventivo e altri costi da "scoprire")
- ✓ **Maggiore certezza di risultati**
- ✓ **Eliminazione di un concorrente, di un cliente, di un fornitore**
- ✓ **Sinergie**

## Crescita esterna vs. Crescita interna (*continua*)

### Svantaggi

- ✓ Difficoltà di mantenere, dopo il passaggio della proprietà, lo stesso equilibrio e le stesse performances del passato
- ✓ Componente umana/personale
- ✓ Conflitto di culture aziendali
- ✓ L'investimento può essere "su misura", ciò non vale per l'acquisizione
- ✓ "Sorpresa"

## Investimento e sviluppo

I° Livello: investimenti in capitale circolante

II° Livello: investimenti in immobilizzazioni tecniche

III° Livello: acquisizioni - alleanze - joint ventures



## Operazioni di disinvestimento: Cessioni, Scissioni e Scorpori

Si tratta di operazioni a carattere straordinario legate o a situazioni di difficoltà finanziaria per l'impresa cedente o a processi di razionalizzazione delle attività.

Anche esse possono essere attuate con differenti modalità:

- ✓ vendita di azioni
- ✓ vendita di complessi industriali e rami d'azienda
- ✓ operazioni di scissione
- ✓ operazioni di scorporo

## La scissione

Si realizza mediante il trasferimento, totale o parziale, delle attività di una società (società *scissa*) a favore di una o più società già esistenti o di nuova costituzione (società beneficiaria) e con l'attribuzione agli azionisti della società scissa delle azioni emesse dalla società beneficiaria.

### Forme di scissione:

- ✓ scissione TOTALE
- ✓ scissione PARZIALE

## Lo scorporo attraverso conferimenti

Lo scorporo di un complesso aziendale attraverso un conferimento è un'operazione attraverso la quale l'impresa cedente (società *conferente*) apporta il complesso aziendale ad un'altra società (società *conferitaria*) a titolo di capitale.

A fronte del proprio conferimento, la società conferente riceve dalla società conferitaria un certo numero di azioni emesse da quest'ultima. Il conferimento, infatti, integra una forma di aumento di capitale della società conferitaria.

## Scissione vs. scorporo

La principale differenza rispetto a una operazione di scissione è che nel caso di uno scorporo attuato attraverso un conferimento la partecipazione al capitale della società conferitaria (ossia della beneficiaria nel caso di una scissione) resta in capo alla società cedente, la quale, quindi, trasforma l'attivo prima rappresentato da un complesso aziendale in una partecipazione azionaria e non subisce, come abbiamo visto nelle operazioni di scissione, una diminuzione del proprio patrimonio.

## I metodi di valutazione

- ✓ Metodo PATRIMONIALE
- ✓ Metodo REDDITUALE
- ✓ Metodo MISTO patrimoniale - reddituale
- ✓ Metodi FINANZIARI
- ✓ Metodi di MERCATO

## Il metodo patrimoniale

- ✓ Consiste nella valutazione separata ed analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo del capitale di funzionamento.
- ✓ I differenti componenti patrimoniali, attivi e passivi, sono valorizzati al loro valore corrente di realizzo alla data di riferimento della stima.

## Il metodo patrimoniale (*continua*)

Il valore dell'azienda ( $W$ )

=

patrimonio netto contabile rettificato in aumento o in diminuzione in funzione delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori contabili ( $K$ )

## Il capitale netto rettificato

$$W_p = C_{nc} + [(p_1 + p_2 + \dots) + (m_1 + m_2 + \dots)] * (1 - t)$$

$C_{nc}$  = capitale netto contabile

$p_i$  = plusvalenze

$m_i$  = minusvalenze

### LE RETTIFICHE:

- ✓ rispondenza a corretti principi contabili
- ✓ accertamento di plusvalenze o minusvalenze
- ✓ rettifiche fiscali



## Le rettifiche

Le poste contabili più frequentemente corrette:

- ✓ immobili civili e aree fabbricabili
- ✓ immobilizzazioni tecniche
- ✓ partecipazioni in società controllate e collegate
- ✓ titoli a reddito fisso
- ✓ beni in rimanenza
- ✓ crediti
- ✓ fondi per rischi e spese future
- ✓ fondo imposte differite ed imposte differite attive

## Il metodo patrimoniale

Problematiche valutative:

- ✓ beni pertinenti ed estranei alla gestione caratteristica;
- ✓ inclusione nella valutazione dei soli beni materiali o altresì di quelli immateriali.

## I metodi patrimoniali: pregi e difetti

*"valore di una azienda in funzione del suo patrimonio netto"*

### Pregi:

- ✓ maggiore certezza e dimostrabilità dei dati
- ✓ esplicito collegamento tra valore del capitale economico e capitale netto di bilancio

### Difetti:

- ✓ valutazione "statica"
- ✓ valutazione indipendente dalla situazione del mercato

## La valutazione dei beni immateriali

- **CRESCENTE IMPORTANZA**
- **NOTEVOLE ALEATORIETA' E SOGGETTIVITA'**
- **BENI**
  - ✓ identificabili e separabili (marchi specifici, brevetti, licenze, ...)
  - ✓ non identificabili e non separabili dall'azienda (nome dell'azienda, avviamento, ..)
- **METODI DI VALUTAZIONE BENI IMMATERIALI**
  - ✓ metodo del costo
  - ✓ metodo del reddito
  - ✓ valutazione empirica

## Il metodo reddituale

- ✓ Il valore economico delle aziende dipende dalla capacità di produzione del reddito della società considerata.
- ✓ La configurazione di reddito può essere la successione di redditi dei singoli anni, ovvero un reddito medio.

## Il metodo reddituale *(continua)*

*"il valore dell'azienda deriva dalla sua capacità di produrre reddito"*

$$W_r = \frac{R}{i}$$

R = reddito da capitalizzare

i = tasso di attualizzazione

## Il reddito da capitalizzare (R)

### REDDITO MEDIO NORMALIZZATO

- ✓ **redditi**
  - storici
  - prospettici
- ✓ **medie**
  - semplici
  - ponderate
- ✓ **rettifiche**
  - elementi di carattere straordinario
  - effetti delle politiche di bilancio
  - rettifiche fiscali

## Il tasso di attualizzazione (i)

### 1. TASSO COME COSTO DI OPPORTUNITA'

$$i = r_f + s$$

**rf** free risk rate

**s** rischio specifico dell'impresa

✓ sulla base di valori dedotti dal mercato

$$s = \text{Beta} * (r_m - r_f)$$

✓ sulla base di esperienze passate



## Il tasso di attualizzazione (i)

### 2. TASSO COME COSTO DEL CAPITALE

$$i = i_d * [D / (D + E)] + i_e * [E / (D + E)]$$

D      ammontare del capitale di terzi

E      ammontare del capitale proprio

$i_d$     costo medio del capitale di terzi

$i_e$     costo medio del capitale proprio

$$i_e = r_f + \text{Beta} * (r_m - r_f)$$

## Le rettifiche

Le rettifiche di normalizzazione del reddito sono volte ad eliminare:

- ✓ componenti straordinari di reddito
- ✓ componenti "estranei" alla gestione
- ✓ politiche di bilancio
- ✓ correzione delle imposte
- ✓ correzione monetaria

## Il metodo misto patrimoniale - reddituale

- ✓ Tali metodi aggiungono al valore patrimoniale un avviamento positivo (goodwill) o negativo (badwill), determinato in relazione alla redditività dell'azienda rispetto a quella giudicata soddisfacente.
- ✓ L'avviamento è una correzione del valore patrimoniale introdotta per tenere conto della dimensione reddituale dell'azienda.

## Il metodo misto patrimoniale - reddituale (*continua*)

$$W = K + \underbrace{[R - (i * K)]}_{\text{Avviamento}}$$

dove:

K è il patrimonio netto rettificato (metodo patrimoniale)

R è il reddito medio normale

i è il rendimento giudicato soddisfacente (medio del settore di appartenenza)

## I metodi finanziari

*"valore di una azienda in funzione della dimensione e della distribuzione temporale dei flussi previsti"*

### Pregi:

- ✓ massima razionalità economica
- ✓ orientamento al futuro

### Difetti:

- ✓ numerosità e scarsa dimostrabilità delle stime
- ✓ scarsa oggettività

## La formula generale

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{Fc_t}{(1+i)^t} + VR$$

**W** valore del capitale economico dell'azienda

**Fc<sub>t</sub>** flussi di cassa nei periodi da 1 a n

**i** tasso di attualizzazione

**n** numero dei periodi considerati

**VR** valore residuo dell'azienda relativo all'anno n+1

## Unlevered discounted cash flow

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{Fc_t}{(1+i)^t} + VR + pfn + sa$$

- W**      valore del capitale economico dell'azienda  
**Fc<sub>t</sub>**    flussi di cassa nei periodi da 1 a n  
**i**        tasso di attualizzazione  
**n**        numero dei periodi considerati  
**VR**      valore residuo dell'azienda relativo all'anno n+1  
**pfn**     posizione finanziaria netta  
**sa**      surplus assets

## Due considerazioni

### **POSIZIONE FINANZIARIA NETTA**

Si tratta della sommatoria delle attività e delle passività (onerose) finanziarie presenti in azienda alla data della valutazione. Se il risultato è un debito nei confronti dei terzi finanziatori lo si sottrae alle voci precedenti, viceversa si somma al valore d'azienda l'eventuale liquidità aziendale.

### **SURPLUS ASSETS**

Si tratta di attività e passività non operative, cioè beni e attività non inerenti il core business aziendale, la cui valutazione non è stata ricompresa nel piano previsionale di calcolo dei flussi.



## I flussi di cassa attesi

$Fc_t =$

- + Utile ante imposte ed interessi (EBIT)
- Imposte
- + Ammortamenti ed altri accantonamenti per costi differiti
- Investimenti
- + Disinvestimenti
- Incrementi di capitale circolante
- + Diminuzione di capitale circolante

---

**FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE (*FREE CASH FLOW*)**

## Il tasso di attualizzazione ( $i$ )

### 1. SCELTA DEL PERIODO

- ✓ attendibilità stime
- ✓ ciclo di vita di progetti e tecnologie

### 2. SCELTA DEL TASSO

$$i = i_d * [D / (D + E)] + i_e * [E / (D + E)]$$

## Il valore residuo all'anno $n + 1$

- ✓ Attualizzazione rendita perpetua flusso anno  $n^{\text{mo}}$

$$VR = \frac{F_c^{\text{mo}} / (i-g)}{(1+i)^n}$$

$F_c^{\text{mo}}$  flusso di cassa normalizzato dell'ultimo anno

$(i-g)$  tasso della rendita perpetua, considerando anche il valore "g", che rappresenta il tasso reale di crescita attribuibile in futuro ai flussi di cassa

## I metodi empirici di mercato

### Pregi:

- ✓ aderenza alle logiche di mercato
- ✓ forte valenza "pratica"

### Difetti:

- ✓ scarsa validità teorica
- ✓ disomogeneità e difficoltà reperimento dati

## Alcune metodologie

### 1. APPROCCIO BORSISTICO

- a. Aziende quotate
- b. Aziende non quotate

Coefficienti moltiplicativi: P/E

P/Risultato operativo

P/MOL

P/Patrimonio netto

P/Fatturato

### 2. MULTIPLI TRANSAZIONI PASSATE