Scuola di Specializzazione alla Professione di Dottore Commercialista

La pianificazione ed il controllo nelle operazioni straordinarie di combinazione con partners industriali e finanziari: alcune esperienze

Dott. Filippo Riccardi e Dott. Salvatore Santucci

Perugia, 3 Maggio 2013

INDICE

1) Le operazioni straordinarie di combinazione

2) Gli strumenti delle operazioni straordinarie di combinazione: il piano industriale

3) Gli strumenti delle operazioni straordinarie di combinazione: la valutazione

4) Il caso Brunello Cucinelli s.p.a.

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE

INTEGRAZIONI DI TIPO FORMALE:

- Scambi di partecipazione
- Gruppi societari
- Contratto di joint venture e partnership strategica (ad es.: franchising)
- Consorzi
- Cartelli

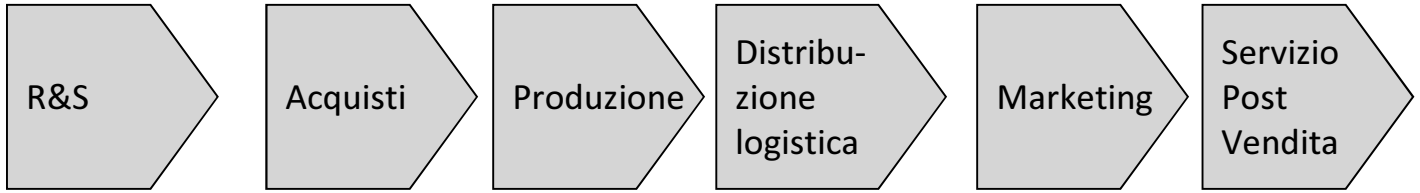
ACCORDI EQUITY

INTEGRAZIONI DI TIPOINFORMALE:

- Reti di subfornitura
- Distretti industriali

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE

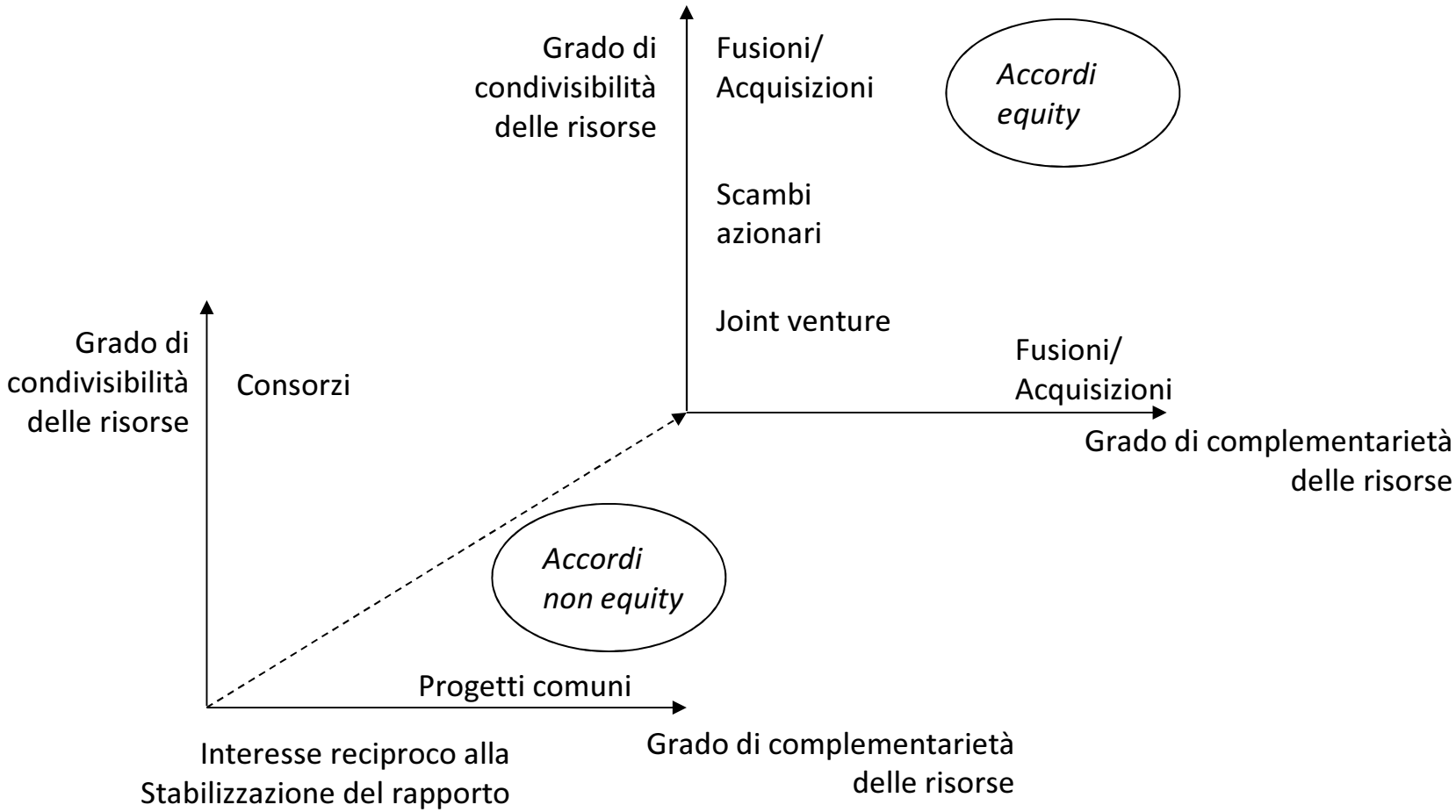
MASSA CRITICA DEL BUSINESS SYSTEM (elaborazione su modello Mc. Kinsey)



SETTORE						
Grossi motori marini diesel	Costi nuovi sviluppi					
Personal computer		Approvvigionamento a livello mondiale				
Motori di automobili			Attrezzature costose			
Tessili				Rifornimento "just in time"		
Profumi e cosmetica					promozione/ pubblicità di marchio a livello globale	
Fast food						Franchising locale

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE

FORMA TECNICA DELLA COMBINAZIONE (S. Signorelli, 1998)



LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE

FORME DI COMBINAZIONE D'IMPRESA
MAPPA DELLA NATURA/INTENSITÀ DEL LEGAME TRA AZIENDE

INTENSITÀ LEGAME	SOCIETARIO (EQUITY)	NON SOCIETARIO (NON EQUITY)	INFORMALE
+	FUSIONI ACQUISIZIONI	FRANCHISING LICENSING	
	CREAZIONE SOCIETÀ IN JOINT VENTURE	INVESTIMENTI COMUNI (TANGIBLE ED INTANGIBLE) Reti vendita in comune Consorzi Contratti a lungo termine	COSTELLAZIONE
-	SCAMBI AZIONARI ACQUISTI/CESSIONI DI PARTECIPAZIONI AZIONARIE DI MINORANZA	ACCORDI IN ESCLUSIVA CON CLIENTI/FORNITORI Patti/accordi formalizzati di collaborazione con aziende del settore o di altri settori	RETI SOCIALI PATTI/ACCORDI NON FORMALIZZATI DI COLLABORAZIONE CON ALTRE AZIENDE

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE

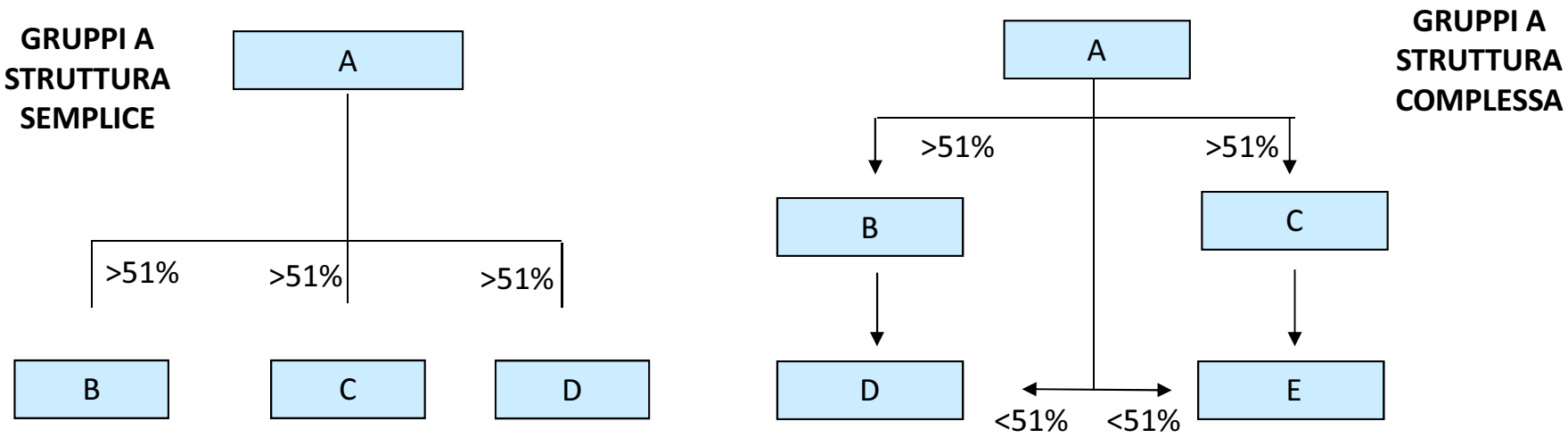
Il **gruppo aziendale** è una realtà economica avente una struttura organizzativa costituita da singole aziende che, pur avendo una loro autonomia giuridica, sono rette da un comune soggetto economico, il quale elabora l'indirizzo unitario della gestione.
Si possono individuare i seguenti elementi caratterizzanti il gruppo:

A) pluralità di imprese giuridicamente autonome

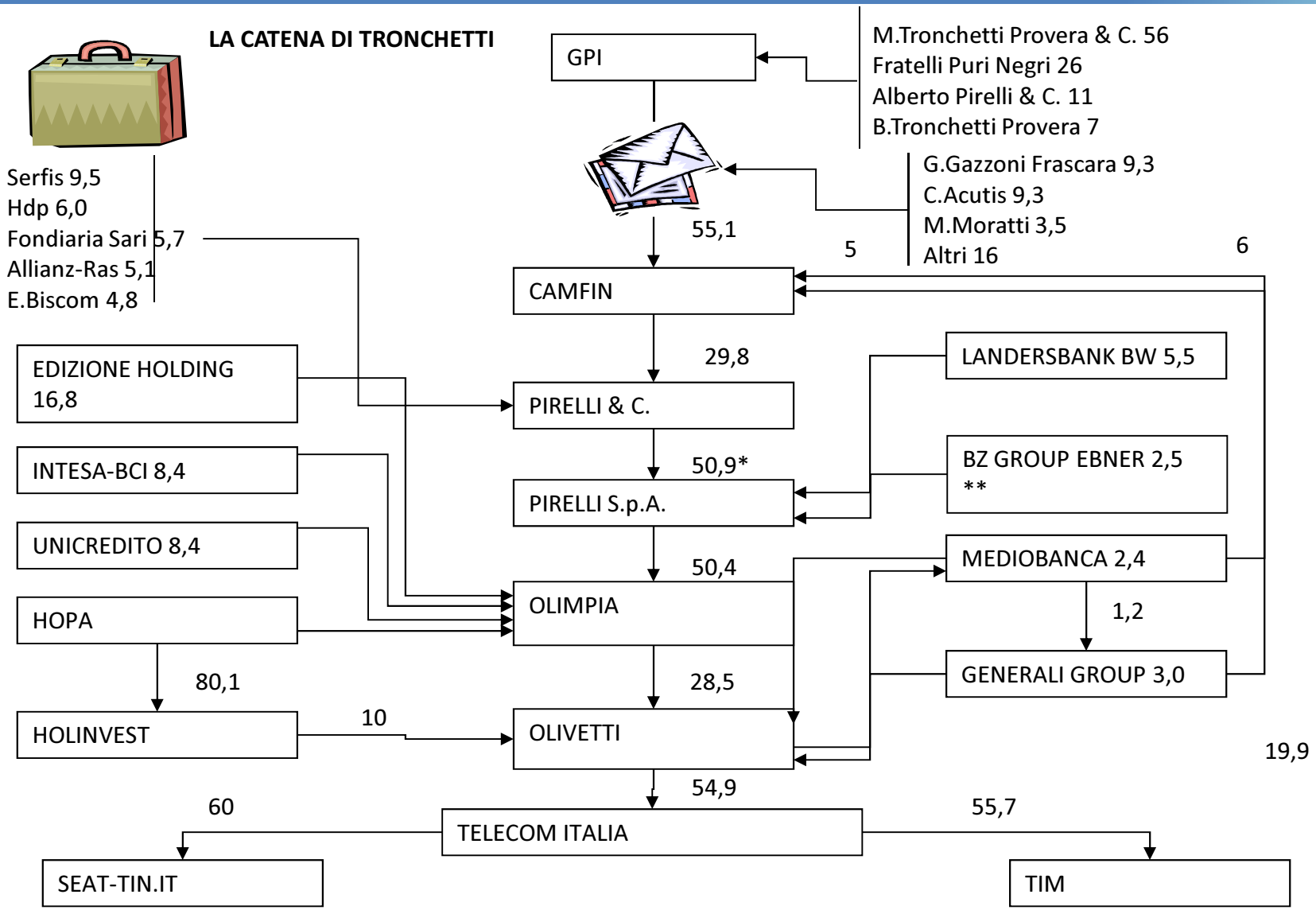
B) prevalenza della struttura societaria azionaria

C) legame finanziario rappresentato dal possesso delle azioni e quote tale da consentire all'impresa "madre" (holding) di esercitare il controllo

D) nell'esistenza di un unico soggetto economico, che elabori un indirizzo unitario di gestione.



LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI COMBINAZIONE



GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

Le motivazioni alla base del BUSINESS PLAN:

L'IMPRESA

- Ai fini interni
  a) Pianificazione e controllo dello sviluppo aziendale;
  b) Definizione di piani incentivi per i manager;
- Ai fini esterni
  a) Partecipazioni a gare;
  b) Valutazione elementi dell'attivo;
  c) Piani di ristrutturazione (Lex Fallimentare);
  d) Procedimenti di quotazione (IPO);
  e) Operazioni straordinarie.

I TERZI

- Investitori istituzionali per la valutazione di un investimento equity;
- Finanziatori dell'impresa con capitale di debito;
- Professionisti nell'ambito dell'applicazione di procedimenti valutativi dell'impresa.

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

Il Piano industriale costituisce un metodo di **valutazione di elementi dell'attivo.**

Il D. Legislativo 28 febbraio 2008, n. 38, ha stabilito che le maggiori imprese (Società quotate; Banche; Imprese di assicurazione, ecc.) devono redigere il bilancio consolidato con i principi contabili internazionali IAS-IFRS.

L'adozione dei principi contabili internazionali impone il superamento del principio del costo storico dell'iscrizione delle attività materiali ed immateriali nell'attivo dello stato patrimoniale, a favore del principio del "fair value", sottoponendo le attività stesse all' "Impairment Test" come previsto dallo IAS 36.

Secondo la Commissione dei Principi Contabili, peraltro, l'Impairment Test dell'IAS 36 non si applica solo alle imprese che utilizzano gli IAS-IFRS, ma anche alle altre imprese che redigono i bilanci con i principi contabili convenzionali (GAAP). In quanto l'art. 2427 n. 3 bis del Cod. Civ., stabilisce che in ipotesi di riduzioni di valore nelle immobilizzazioni materiali e immateriali, le imprese devono determinare l'importo di tali riduzioni sulla base di tre parametri quali il concorso alla futura produzione dei risultati economici, la prevedibile durata utile, il valore di mercato.

Ciò significa, in buona sostanza, che le riduzioni di valore (perdite durevoli) sono determinate in base ai seguenti elementi:

- Flussi finanziari netti che gli elementi delle immobilizzazioni materiali ed immateriali sono in grado di generare, per tutta la loro presunta vita utile, da soli o congiuntamente con altri;
- Al loro fair value, essendo "il valore di mercato" l'espressione in lingua italiana che meglio rende il concetto di "fair value" dello IAS 36, per i beni negoziati in mercati attivi.

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

La corretta applicazione dell'impairment test si propone di definire il valore di ciascuna unità generatrice di cassa e di confrontarlo con il valore contabile:

FLUSSO DI CASSA ATTESO ← BUSINESS PLAN

↓

VALORE D'USO ← ATTUALIZZAZIONE FLUSSI DI CASSA

↓

CONFRONTO CON VALORI DI BILANCIO

↓

PERDITA E RIPRISTINO VALORE

↓

NUOVI AMMORTAMENTI

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

Il Piano Industriale o Business Plan costituisce uno dei documenti che deve essere predisposto dall'impresa che intende proporsi per la prima volta alla quotazione nei **mercati regolamentati** (IPO).

Il piano industriale, nel procedimento di quotazione all'AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale e negli altri mercati regolamentati, costituisce uno dei documenti irrinunciabili e deve essere predisposto dall'impresa con l'eventuale supporto dell'Advisor.

Per questo motivo, Borsa Italiana, società che gestisce i mercati regolamentati, ha predisposto una guida alla redazione del Piano Industriale.

Se ne può scaricare una copia in PDF dal sito web:

www.borsaitaliana.it

Il Piano industriale, inoltre, costituisce uno strumento necessario alla predisposizione e realizzazione di **operazioni straordinarie**.

L'Art 2501 Bis, che regola le fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, prevede che la relazione degli amministratori (Art. 2501 quinquies) deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario:

a) con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie;

b) la descrizione degli obbiettivi che si intende raggiungere.

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

Il piano è uno **strumento per Investitori istituzionali e professionali** per la valutazione di un investimento equity

L'investitore razionale interessato a partecipare al capitale di rischio di un'azienda, ne valuta la capacità di gerazione di valore nel futuro, non essendo interessato al passato dell'azienda stessa. Il piano è dunque lo strumento di comunicazione delle strategie e di esplicitazione delle attese dinamiche economiche e finanziarie.

Gran parte del valore di mercato dell'impresa, infatti, dipende dalle sue dinamiche attese. Quindi si impone di interpretare con maggiore attenzione la dinamica nel tempo dell'attività aziendale. Da qui l'esigenza di elaborare un business plan che consenta di verificare l'andamento prospettico anche attraverso la verifica di alcuni specifici indicatori (VAN, IRR, ROE).

Il piano è anche strumento di valutazione per i **finanziatori dell'impresa con capitale di debito**

Per chi presta denaro (indipendentemente dalla erogazione di specifiche garanzie collaterali) si pone il tema di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa sia nel breve che nel medio lungo termine. Il piano deve, perciò, fornire le informazioni sulla capacità strutturale dell'impresa di rimborsare i finanziamenti contratti e da contrarre. Specifici indicatori di sostenibilità del debito (DSCR, LLCR, MOL/PFN) devono essere valutati nel futuro attraverso uno specifico piano.

Il piano è la base dei **procedimenti valutativi** dell'impresa da parte di professionisti

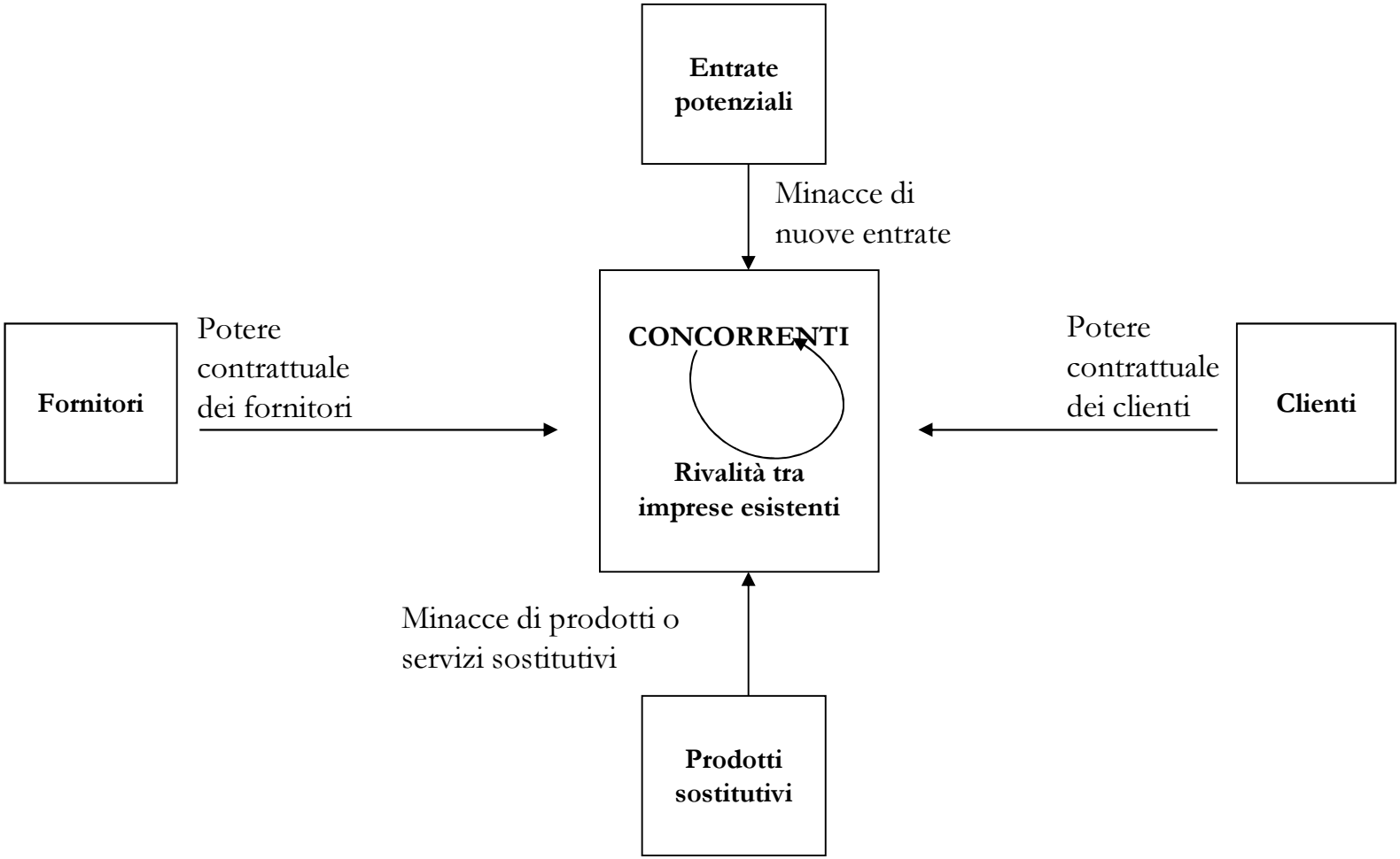
E' ormai chiaro come il procedimento valutativo più corretto per pervenire alla determinazione del Valore Economico dell'impresa, non possa che essere quello legato alla stima dei flussi (economici o finanziari) prospettici.

L'utilizzo delle serie storiche dei risultati passati per pervenire al reddito medio normale, indispensabile nei procedimenti valutativi detti della stima autonoma dell' avviamento, si giustificano solo in quanto si ritiene che possano costituire una ragionevole approssimazione dei redditi futuri.

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

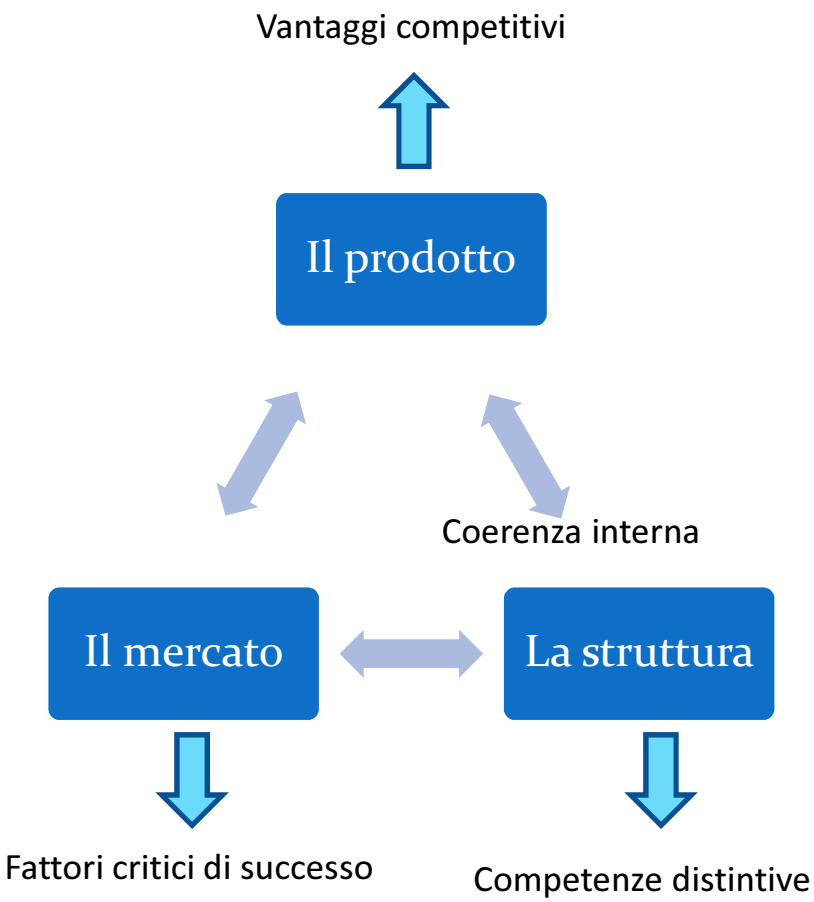
	S	W
Azienda	Punti di forza: Quali Risorse e Capacità rendono i nostri prodotti unici?	Punti di Debolezza: Quali sono i Gap in risorse e Capacità che non ci fanno consegnare al mercato i prodotti
Ambiente	Opportunità: Quali sono i mercati o i trend ambientali che possiamo sfruttare a nostro vantaggio	Minacce: Quali sono i mercati e i trend ambientali che possono interferire con la nostra Missione di eccellenza
	O	T

GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

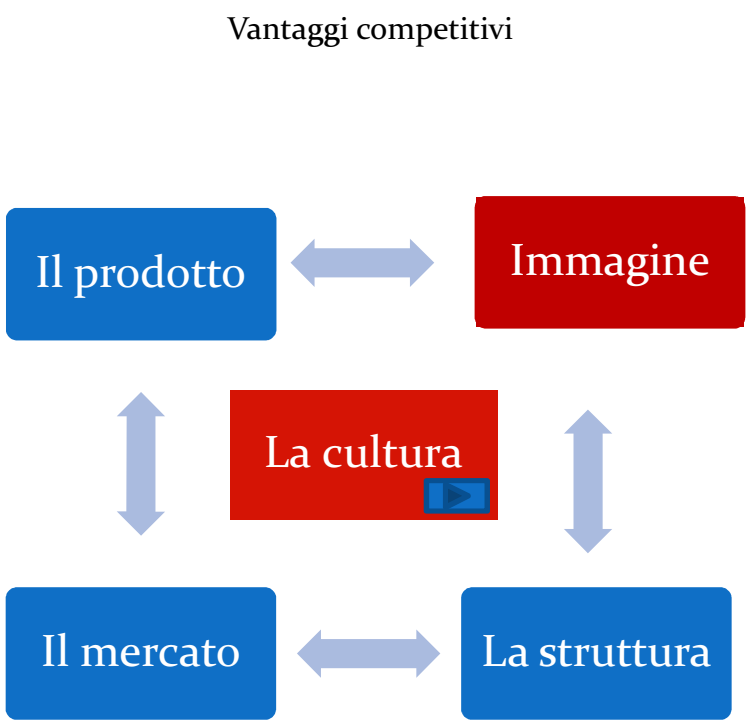


GLI STRUMENTI: IL PIANO INDUSTRIALE

FORMULA IMPRENDITORIALE



FORMULA IMPRENDITORIALE ALLARGATA



GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

METODI PATRIMONIALI

L'azienda è valutata in base al patrimonio

METODI REDDITUALI

L'azienda è valutata in base al reddito che genera

METODI MISTI

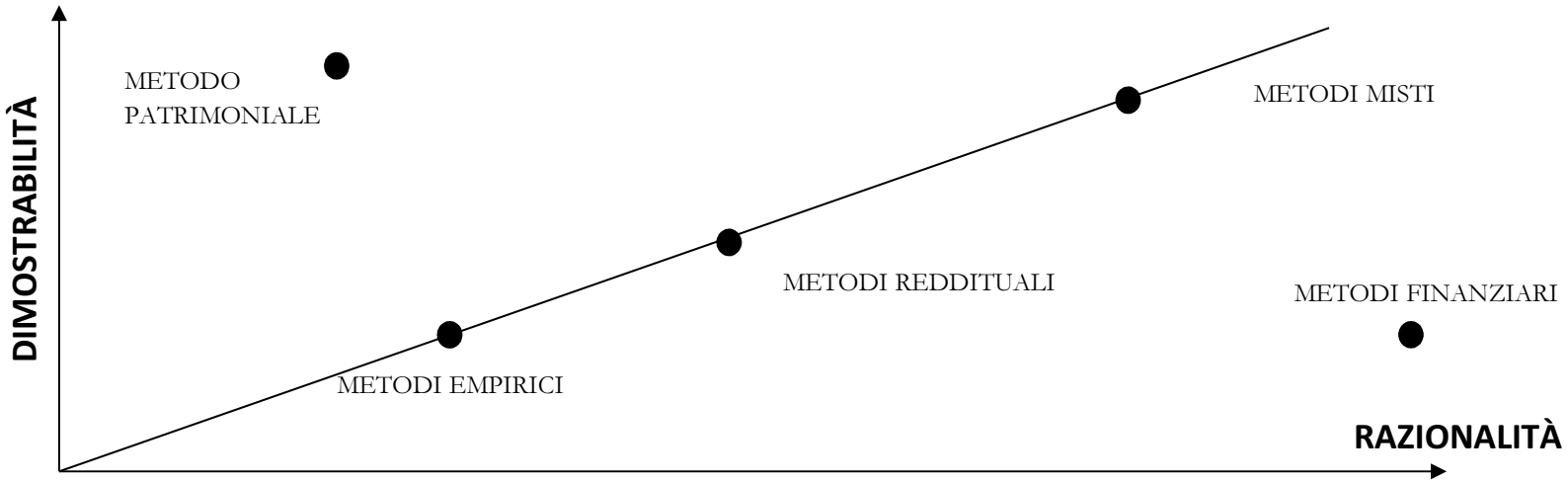
L'azienda vale in base al patrimonio ed al reddito che genera

METODI FINANZIARI

L'azienda vale in base ai flussi di cassa che produce.

METODI EMPIRICI

L'azienda vale in base ad uno o più indicatori puntuali.



GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

METODO PATRIMONIALE

il valore dell'azienda è pari al capitale netto contabile, rettificato per tenere conto della reale consistenza degli elementi attivi e dei valori correnti a cui riferire le attività non monetarie

W = K = (Capitale netto rettificato)

Il procedimento consiste nel valutare le singole voci dell'attivo e del passivo per pervenire alla determinazione del netto patrimoniale rettificato.

Nell'attivo va valutato attentamente quello immobilizzato (con particolare approfondimento sulla parte immateriale), i crediti e le scorte.

Le attività vanno valutate al valore di mercato (se ne esiste uno) o al costo di sostituzione.

Nel passivo vanno valutate anche eventuali passività latenti.

IL METODO REDDITUALE

La formula di valutazione è rivolta al futuro e si risolve nel caso di una rendita perpetua

$$W = r / i$$

r = reddito medio prospettico

i = tasso di capitalizzazione riferito ad investimenti similari e a parità di rischio

Il reddito medio prospettico è il reddito normale (depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione) e medio che l'azienda e' stabilmente in grado di produrre.

Per determinarlo occorre:

i) eliminare gli effetti particolari di politiche di bilancio (ammortamenti, compensi amministratori e titolari, etc.);

ii) ii) rilevare gli eventi straordinari e non ripetibili: sopravvenienze attive e passive, situazioni eccezionali sotto il profilo fiscale.

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

METODO MISTI (CON STIMA AUTONOMA DEL VALORE DI AVVIAMENTO)

$$W = K + \frac{R - iK}{i}$$

Con

I = tasso di interesse utilizzato

K = patrimonio netto rettificato

iK = rendimento ordinario del capitale

R = redditività

R – iK = extra rendimento (attualizzato all'infinito)

Il secondo addendo costituisce l'avviamento o goodwill il quale misura la capacità di produzione di valore non descritta dal netto patrimoniale.

IL METODO FINANZIARIO

pur se considerata altamente discrezionale la valutazione attuata mediante il metodo finanziario costituisce, in linea di principio, l'espressione più compiuta di un procedimento estimativo.

Il valore dell'impresa è dato dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici (attualizzati ad un certo tasso che misura anche il rischio).

Vi sono due addendi dei quali il primo misura i flussi del periodo di stima esplicita (da piano industriale) e il secondo è il terminal value a sua volta dato dall'attualizzazione dei flussi futuri.

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{T.V.}{(1+i)^n}$$

n = durata del periodo di stima esplicita

FCF = free cash flow (flusso di cassa)

i = tasso di attualizzazione

T.V. = terminal value

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

FCF = free cash flow (flusso di cassa)

E' necessario determinare esattamente i flussi di cassa attesi dal piano industriale.

+ RISULTATO OPERATIVO (EBIT)
- IMPOSTE SUL RISULTATO OPERATIVO
= UTILE OPERATIVO NETTO (NOPAT)
+ AMMORTAMENTI
+ ACCANTONAMENTI
+/- VARIAZIONI DEL CAPITALE CIRCOLANTE
+/- VARIAZIONI CAPITALE FISSO
= FLUSSO DI CASSA OPERATIVO NETTO (FCFF)
- ONERI FINANZIARI
+/- VARIAZIONI PFN
= FLUSSO DI CASSA PER GLI AZIONISTI (FCFE)

n = durata del periodo di stima esplicita

Con riferimento al periodo di stima è necessario determinare esattamente i flussi di cassa attesi. Questi saranno reperiti dal piano industriale la cui durata sarà coerente.

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

i = tasso di attualizzazione

E' il tasso da utilizzare nell'attualizzazione.

A. È il CMPC (WACC) se si attualizzano i FCFF

Il CMPC è la media del costo delle fonti, ponderata sulla loro quantità relativa

CMPC = (E/(D+E)) Ke + (D/(D+E)) Kd (1-t)

B. È il Ke (costo dell'equity) se si attualizzano i FCFE

Applicando la CAPM:

Rf + ß(RM – Rf) + e

Rf = rendimento titoli senza rischio

Rm = rendimento generico del mercato(4-5%);

ß = correttivo per tenere conto dello specifico settore;

e = correttivo per tenere conto del rischio connesso allo specifico investimento.

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

T.V. = terminal value

E' il valore al termine del periodo di stima esplicita.

Si determina come attualizzazione infinita del flusso reddituale (EBIT o reddito netto) realizzato all'anno n+1.

Nel metodo dei FCFF, tale valore è pari a:

T.V.= (EBIT (n+1))/i-g

con i = WACC nel periodo di crescita stabile

con g = tasso di crescita stabile

Nel metodo dei FCFE, tale valore è pari a:

T.V.= (Utile Netto (n+1))/i-g

con i = Ke nel periodo di crescita stabile

con g = tasso di crescita stabile

Il valore del T.V. è poi attualizzato al WACC (o al Ke) dell'anno n+1:

Va (T.V.)= (T.V.)/WACC n+1, o

Va (T.V.)= (T.V.)/Ke n+1

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

Si può usare un **metodo diretto** oppure un **metodo indiretto.**

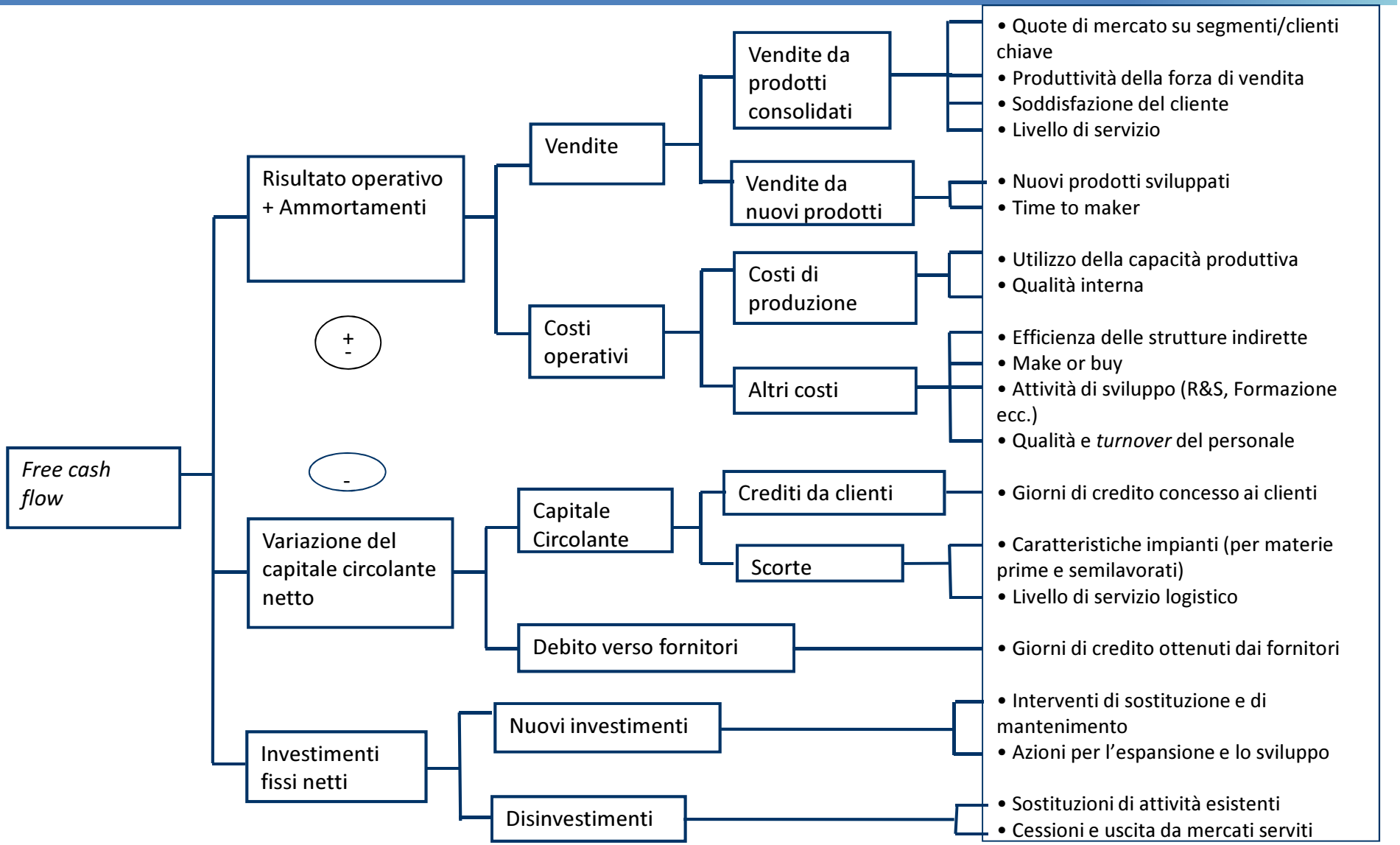
Metodo diretto:

$$EquityValue = \sum_{t=0}^{n} \frac{FCFE_t}{(1+Ke)^t} + \frac{T.V.}{(1+Ke)^n}$$

Metodo indiretto:

$$EquityValue = \sum_{t=0}^{n} \frac{FCFF_t}{(1+cmpc)^t} + \frac{T.V.}{(1+cmpc)^n} - P.F.N.$$

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE



GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

I **metodi empirici** sono quelli basati sui moltiplicatori**.**

tratta di determinare il Valore come moltiplicatore di un dato indice (fatturato, utile, EBIT ecc.)
Si osserva anzitutto il rapporto per imprese quotate che siano analoghe a quella da stimare (es. Valore MKT = MOL x 7)
Poi si applica il moltiplicatore rilevato, all'impresa da valutare.

Il valore dell'impresa è ottenuto quale prodotto tra alcuni parametri economici e moltiplicatori tratti dal mercato azionario o dalla media di transazioni comparabili (banche)

Ad esempio :
VALORE IMPRESA = EBITDA * 7 – PFN

Si tratta di una contraddizione in termini: il valore torna ad essere prezzo. Non è il valore ad influenzare il prezzo ma il prezzo ad influenzare il valore.

Tuttavia (se tutti lo considerano affidabile) funziona e trova continue conferme sul mercato.

GLI STRUMENTI: LA VALUTAZIONE

Si deve osservare, in conclusione, che il processo di pianificazione è alla base di quello di valutazione e, per tale tramite, costituisce la base per le decisioni inerenti alla fattibilità ed al prezzo delle operazioni straordinarie di combinazioni.

Di seguito si presentano alcuni casi di operazioni straordinarie sottolineando il ruolo della pianificazione nella loro fattibilità e nel valore espresso da ciascuna.