

***FINANZA AZIENDALE E
CORPORATE RESTRUCTURING***

a.a. 2014-15

1. L'equilibrio economico e finanziario dell'impresa
2. Crisi dell'impresa e soluzioni giudiziali e stragiudiziali
3. Ristrutturazione del debito e piani di risanamento
4. La valutazione delle aziende: modelli DDM, FCFF e FCFE, valutazione relativa; costo del capitale
5. Le operazioni di gestione straordinaria (conferimento, fusione, scissione, affitto d'azienda)
6. Valutazione e valorizzazione della proprietà industriale
7. Il Project Financing

- M.RUTIGLIANO, Eccessivo squilibrio e ragionevolezza del conferimento nella disciplina dell'art.2467 c.c. La prospettiva della Finanza d'azienda, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 1, 2011.
- M.RUTIGLIANO (a cura di), Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione del debito, Giuffrè, Milano, 2010.
- M.RUTIGLIANO, La valutazione d'azienda, slide.
- M.DALLOCCHIO, A.SALVI, La valutazione delle aziende, capitolo 27 del volume "Finanza d'azienda", Egea, Milano, 2004.
- M.RUTIGLIANO, Valutazione della proprietà industriale, costo del capitale e merito di credito, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 3, 2010.
- M.RUTIGLIANO, L.FACCINCANI, Project Finance nel Partenariato Pubblico-Privato e valutazione del Piano Economico-Finanziario, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 1, 2012.
- M.RUTIGLIANO, L.FACCINCANI, La stima del “congruo” canone nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», settembre/ottobre 2011.

PRIMA PARTE

Equilibrio/squilibrio economico e finanziario dell'impresa

OBIETTIVI:

- definire l'equilibrio economico della gestione
- definire l'equilibrio finanziario della gestione
- qualificare la nozione di "eccessivo squilibrio"
(accertare le conoscenze di base in materia finanziaria)

Lecture:

- Eccessivo squilibrio e ragionevolezza del conferimento nella disciplina dell'art.2467 c.c. La prospettiva della Finanza d'azienda
- Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Un primo bilancio

Come si definiscono e si valutano:

- ***l'equilibrio economico***
 - ***l'equilibrio finanziario***

La funzione del patrimonio netto

- *perdite attese*
- *perdite inattese*

L' <<eccessivo squilibrio>>

- L'art. 2467 c.c., introdotto con la riforma del diritto societario di cui al d.lgs n. 6/2003, notoriamente impone una nuova disciplina del finanziamento dei soci di società a responsabilità limitata.
- *“Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito. →*

L' <<eccessivo squilibrio>>

- L'art. 2467 c.c., introdotto con la riforma del diritto societario di cui al d.lgs n. 6/2003, notoriamente impone una nuova disciplina del finanziamento dei soci di società a responsabilità limitata.
- *“Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito. →*

L' <<eccessivo squilibrio>>



- *Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento.”*

L' <<eccessivo squilibrio>>

QUANDO uno squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto può definirsi “eccessivo” ?

Ciò può verificarsi in presenza delle seguenti circostanze, riscontrabili isolatamente o, più realisticamente, spesso in modo congiunto:

L' <<eccessivo squilibrio>>

Check List - 15 indicatori

1. **il gravame di oneri finanziari risulta prospettivamente insostenibile**, a causa di una situazione reddituale non brillante, che vede il margine operativo netto ampiamente eroso dagli oneri suddetti; la prevedibile dinamica dei tassi di interesse potrebbe per giunta essere intonata al rialzo e non sono impostate politiche di copertura;

	2009
	<i>Eur/000</i>
Ricavi netti	0
Ricavi netti infragruppo	0
TOTALE RICAVI NETTI	0
+ Altri Proventi Ricorrenti	0
+/-Variaz. Riman. Lav. in corso/Semilav./Prod.Finiti	0
+Capitalizz. Costi Immob. materiali	0
VALORE DELLA PRODUZIONE	0
-Acquisti	0
-Acquisti infragruppo	0
+/-Variaz. Rimanenze Materie Prime e Merci	0
-Costi per servizi e Lavorazioni esterne	0
+Capitalizz. Costi Immob. immateriali	0
-Oneri diversi di gestione	0
-Compensi Amministratori	0
VALORE AGGIUNTO	0
-Stipendi Salari e Contributi	0
-Accantonamento TFR Pensione	0
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	0
-Ammortamento Immobilizz. Materiali	0
-Ammortamento Immobilizz. Immateriali	0
-Ammortamento Avviamento	0
-Accantonamento F.Rischi	0
-Leasing Quota Capitale Stimata	0
MARGINE OPERATIVO NETTO (EBIT)	0

+Proventi finanziari	0
-Oneri Finanziari (incl Leasing Quota Interessi Stimata)	0
-Oneri Finanziari Infrag. (fin. Soci e societa' del Gruppo)	0
RISULTATO CORRENTE	0
+Plusvalenze da Realizzo	0
-Minusvalenze da Realizzo	0
+Proventi non Ricorrenti e/o Sopravv. Attive	0
-Oneri non Ricorrenti e/o Sopravv. Passive	0
+/-Rettifiche di valore e/o Accant. sul Circolante	0
-Svalutazioni Attivo Fisso	0
+Rivalutazioni Attivo Fisso	0
+Versamenti/Remissione Debiti Soci	0
RISULTATO ANTE IMPOSTE (EBT)	0
-Imposte Nette sul Reddito	0
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	0

L' <<eccessivo squilibrio>>

1. il **gravame di oneri finanziari risulta prospetticamente insostenibile**, a causa di una situazione reddituale non brillante, che vede il margine operativo netto ampiamente eroso dagli oneri suddetti; la prevedibile dinamica dei tassi di interesse potrebbe per giunta essere intonata al rialzo e non sono impostate politiche di copertura;
2. di riflesso, la “**capacità di indebitamento**” - vale a dire il livello massimo di debito prospetticamente sostenibile da parte del conto economico, eventualmente condizionata dalla presenza di *covenant* sul debito a medio termine (ad esempio in termini di EBIT rispetto agli oneri finanziari) – risulta **inferiore al debito in essere al momento del finanziamento soci**;

L' <<eccessivo squilibrio>>

3. il **patrimonio netto, rettificato e rivalutato, è modesto in assoluto e soprattutto rispetto a composizione e natura dell'investimento aziendale**, con riferimento al peso delle immobilizzazioni fisse e del circolante operativo netto minimo necessario per l'operatività (la norma correttamente precisa che la valutazione deve essere svolta *“anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società”*);

L' <<eccessivo squilibrio>>

3. il **patrimonio netto, rettificato e rivalutato**, è **modesto in assoluto e soprattutto rispetto a composizione e natura dell'investimento aziendale**, con riferimento al peso delle immobilizzazioni fisse e del circolante operativo netto minimo necessario per l'operatività (la norma correttamente precisa che la valutazione deve essere svolta *“anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società”*);
4. come corollario della condizione precedente, **l'indebitamento finanziario netto** (debiti finanziari – liquidità e crediti finanziari) **risulta molto elevato** rispetto al patrimonio netto (rettificato e rivalutato);

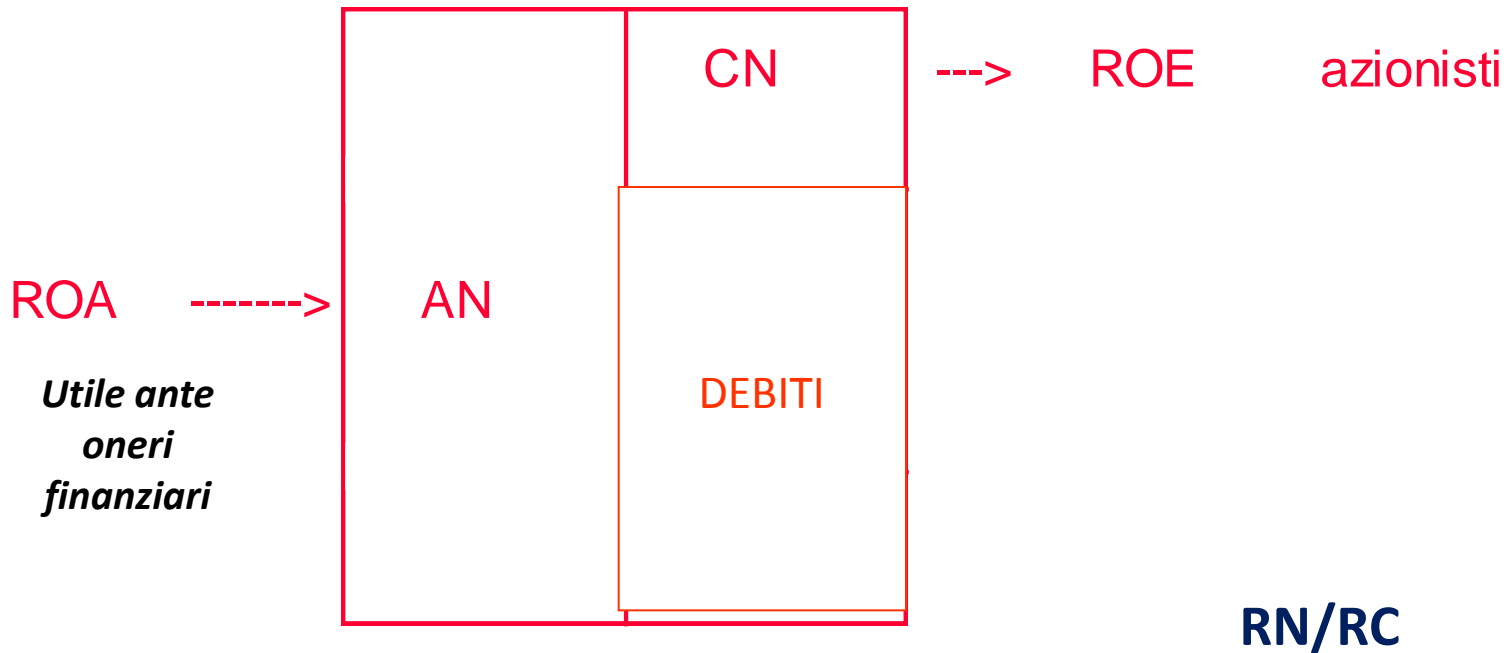
L' <<eccessivo squilibrio>>

5. **la struttura del debito presenta aspetti di fragilità a causa dell'eccessivo peso della componente a breve, potenzialmente più volatile, rispetto alla struttura e alla natura dell'investimento aziendale;**

L' <<eccessivo squilibrio>>

5. la **struttura del debito presenta aspetti di fragilità a causa dell'eccessivo peso della componente a breve**, potenzialmente più volatile, rispetto alla struttura e alla natura dell'investimento aziendale

- 6. la leva finanziaria non opera in modo fisiologico.** Ciò a causa di una redditività sul capitale investito inadeguata rispetto al costo del debito (*spread*), valutata in assoluto e rispetto alla volatilità dei redditi operativi come riflesso del rischio tipico del *business* nel quale la società è attiva. Ciò può evidentemente condurre con facilità ad una condizione di *spread* negativo, inizialmente con effetti depressivi sul ROE fino a determinare – in presenza di una relativamente modesta redditività operativa – perdite di esercizio e quindi erosioni patrimoniali



$$ROE = [ROA + (ROA - OF/D) \times D/CN] \times \overbrace{RAI/RC \times (1-T)}^{RN/RC}$$

RAI = risultato ante imposte

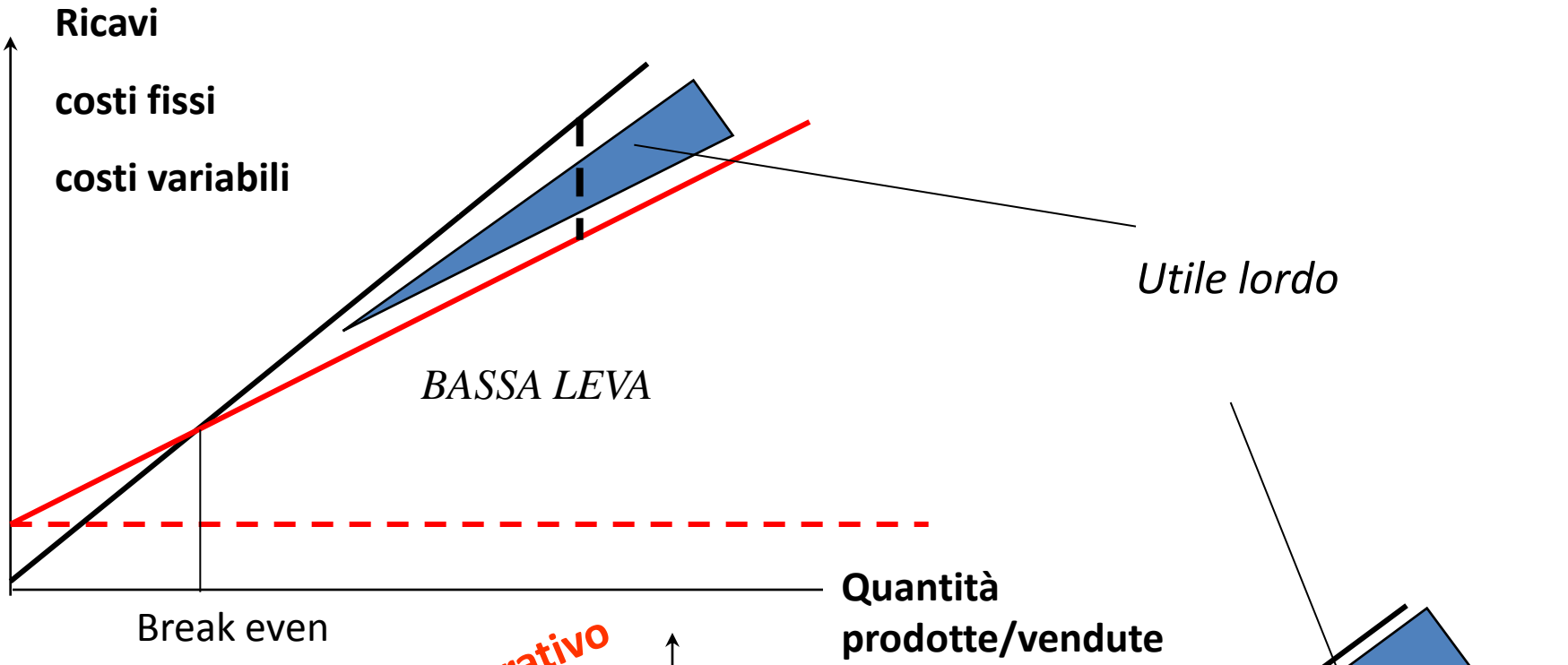
T = imposte/risultato ante imposte

L' <<eccessivo squilibrio>>

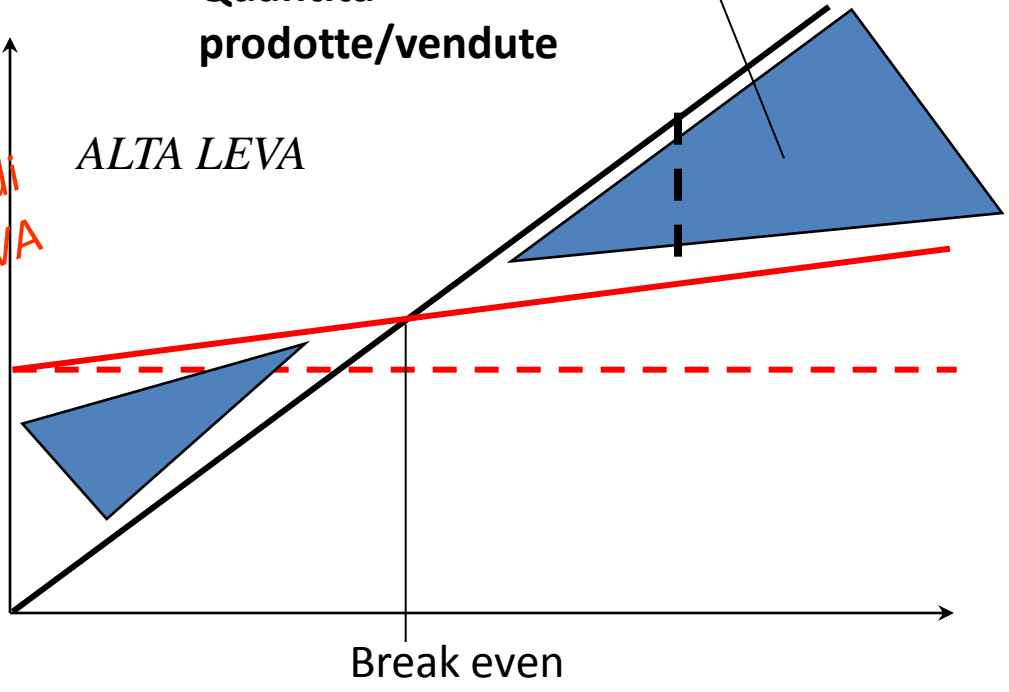
7. la **struttura di costo è appesantita da rilevanti costi fissi**, eventualmente sostenuti nella prospettiva di un idoneo sfruttamento della **leva operativa**, i quali però irrigidiscono il conto economico e si rivelano un *boomerang* in condizioni di mercato avverse e quindi di fatturati instabili o in forte diminuzione;

- Un'azienda risulta **tanto meno rischiosa quanto più è flessibile**, in grado di adeguarsi all'andamento del mercato di riferimento.
- In caso di contesto economico avverso, infatti, un'impresa è in grado di conservare la capacità di generare utili solo se, in seguito ad una contrazione della domanda, e quindi dei ricavi, riesce a ridurre proporzionalmente i costi.
- **Esiste quindi una stretta relazione tra rischio operativo e struttura dei costi di un'azienda.**
- **Per quanto riguarda l'attività caratteristica, essa comporta un rischio tanto maggiore quanto più elevati risultano i costi fissi rispetto a quelli variabili.**

Leva operativa → rischio operativo



leva operativa → rischio operativo
 > rischi economici in ipotesi di
 contrazione o volatilità dei volumi di
 produzione/vendita ed elevata LEVA



$$CF = 100; CV = 0,4; P = 2$$

$$P \times QP = CF + 0,4 \times QP$$

$$QP = 62,5 \text{ (break even)} \approx 63$$

$$CF = 200; CV = 0,1; P = 2$$

$$QP = 105,26 \text{ (break even)} \approx 106$$

L' <<eccessivo squilibrio>>

7. la **struttura di costo è appesantita da rilevanti costi fissi**, eventualmente sostenuti nella prospettiva di un idoneo sfruttamento della **leva operativa**, i quali però irrigidiscono il conto economico e si rivelano un *boomerang* in condizioni di mercato avverse e quindi di fatturati instabili o in forte diminuzione;
8. **le linee di credito bancario sono utilizzate completamente o in larga misura**, o già si assiste alla presenza di sconfinamenti; la mobilità finanziaria della società, intesa come capacità di attivare fonti aggiuntive, risulta sostanzialmente esaurita;

L' <<eccessivo squilibrio>>

9. la società ha superato i limiti fissati da *covenant finanziari* imposti dalle banche su operazioni di finanziamento a medio termine;

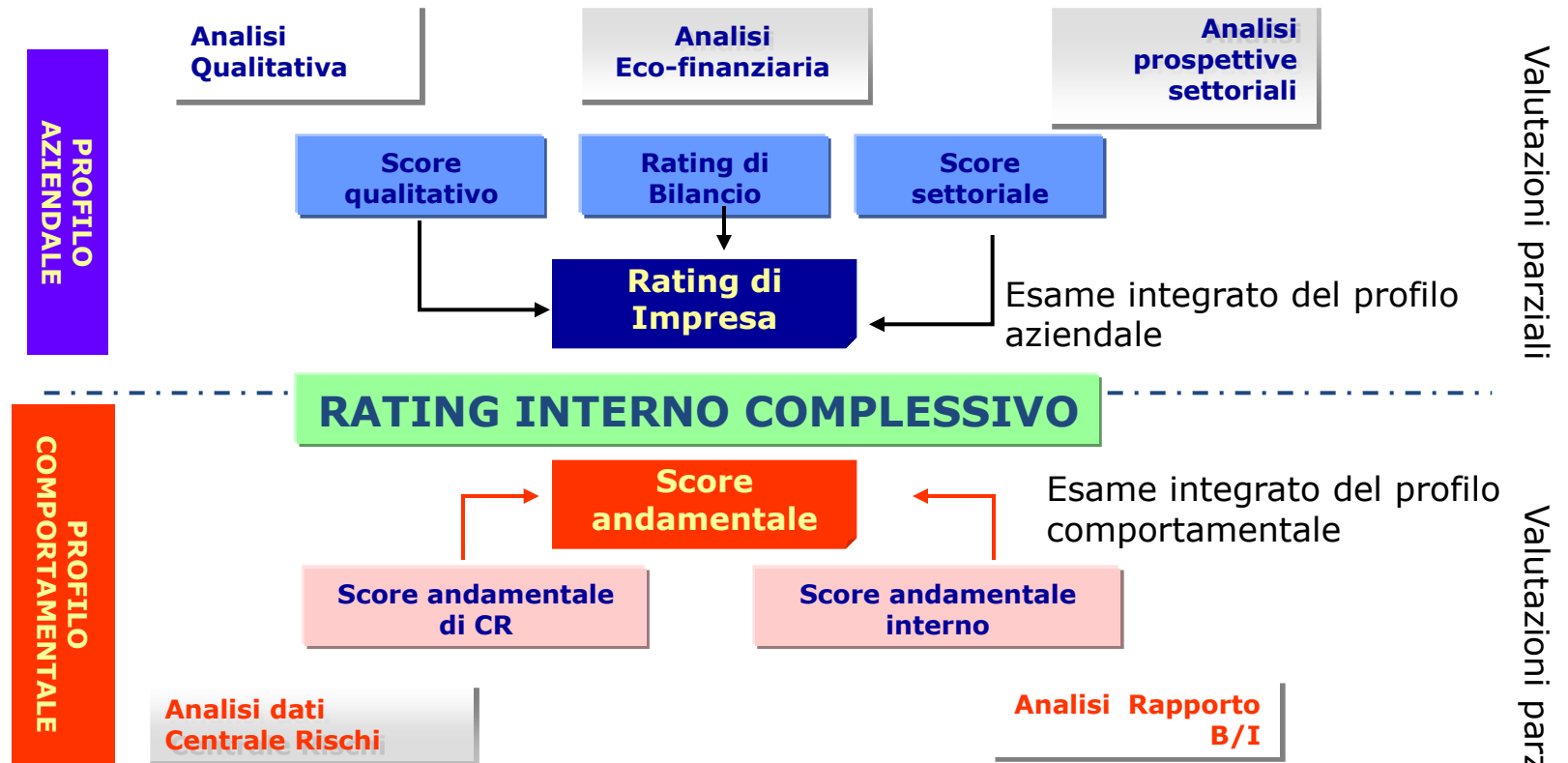
L' <<eccessivo squilibrio>>

9. **la società ha superato i limiti fissati da *covenant* finanziari** imposti dalle banche su operazioni di finanziamento a medio termine;

10. **i *rating* assegnati dalle banche pongono la società in una fascia di rischio (probabilità di *default*) medio-alta**, come riflesso delle informazioni qualitative e quantitative di settore, aziendali e andamentali di cui le banche dispongono;

Probability of Default

All'interno del rischio di credito , riveste particolare importanza la stima della Probability of Default PD.



L' <<eccessivo squilibrio>>

9. **la società ha superato i limiti fissati da *covenant* finanziari** imposti dalle banche su operazioni di finanziamento a medio termine;
10. i ***rating* assegnati dalle banche pongono la società in una fascia di rischio (probabilità di *default*) medio-alta**, come riflesso delle informazioni quali-quantitative di settore, aziendali e andamentali di cui le banche dispongono;
11. a **previsione economico-finanziaria** eventualmente realizzata dalla società (raramente nelle imprese di minori dimensioni) **evidenzia squilibri economici prospettici e *deficit* finanziari** rispetto allo sviluppo del fabbisogno finanziario complessivo;

L' <<eccessivo squilibrio>>

12. la capacità di pianificazione e programmazione da parte dell'impresa è assente o modesta;

L' <<eccessivo squilibrio>>

12. la **capacità di pianificazione e programmazione da parte dell'impresa è assente o modesta;**

13. l'esperienza passata rivela comunque una significativa **volatilità dei risultati economici** dovuta ai fattori di rischio presenti nell'attività tipica dell'impresa;

L' <<eccessivo squilibrio>>

12. **la capacità di pianificazione e programmazione da parte dell'impresa è assente o modesta;**
13. **l'esperienza passata rivela comunque una significativa volatilità dei risultati economici** dovuta ai fattori di rischio presenti nell'attività tipica dell'impresa;
14. **la politica di remunerazione a favore dei soci è risultata tipicamente generosa**, con distribuzione sistematica dell'intero risultato o di una quota molto elevata dello stesso;

L' <<eccessivo squilibrio>>

15)

- un'analisi di scenario,
 - una più mirata analisi di sensibilità rispetto a certe variabili indipendenti chiave, nonché
 - una simulazione in condizioni di mercato e/o aziendali di particolare sfavore, con bassa probabilità di accadimento ma non irrealistiche (stress test)

.....hanno irrobustito la qualità della previsione e i risultati sono fonte di preoccupazione.