


# Gli strumenti per la gestione di corporate banking

Presentazione a cura di:

Appiani Sara: 703167

Madeddu Daniele: 708504

- 
- Minnetti F. (2011), *Corporate banking e finanza straordinaria d'impresa*, Bancaria Editrice, capitolo 5, pagine 141-182



L'obiettivo strategico di ogni operazione di finanza straordinaria riguarda l'ottenimento di capitali nelle forme e nelle quantità richieste dalla specificità della singola operazione.

---

In ottica finanziaria, la fase iniziale dell'istruttoria è costituita da tre attività:

- ***Due Diligence***: analisi delle performance passate e del contesto competitivo di riferimento
  - ***Business Plan***: proiezione nel tempo delle variabili quantitative
  - ***Discounted Cash Flow***: stima del valore aziendale
-

La *due diligence* permette una comprensione delle dinamiche del passato per stimare correttamente le assunzioni alla base dei piani prospettici, come ad esempio il *business plan*.

Ma a livello internazionale quello più usato è il metodo del *DCF*, per il quale il valore dell'azienda è pari al valore attuale dei flussi di cassa attesi.

---

# Le attività di due diligence

**Definizione**: complesso di attività, espletate da consulenti specializzati, che mira a definire un quadro di riferimento ampio e attendibile sull'impresa e sul suo posizionamento competitivo; altro scopo è quello di rendere più trasparenti le transazioni



**Scopo**: assumere decisioni consapevoli in merito all'acquisizione o cessione di una società, alla stipula di alleanze o accordi ed alla creazione di progetti industriali

---

- **Financial due diligence (Fdd)**: ha come obiettivo la determinazione e la valutazione dell'effettiva performance aziendale con riferimento all'andamento economico, finanziario e patrimoniale;

Le informazioni contabili ottenute devono essere:

- *Verificate*
- *Rettificate*
- *Integrate*

Depurando i valori aziendali dalle interferenze civilistiche e fiscali si ottengono i valori *adjusted*.

Il *Conto Economico* è riclassificato in base ai contributi che le singole aree gestionali apportano al risultato d'esercizio.

Lo *Stato Patrimoniale* è riclassificato in modo tale da poter individuare la composizione effettiva degli impieghi e delle fonti.

---

### Conto Economico riclassificato adjusted

+ Ricavi dalle vendite
+/- variazione rimanenze
+ capitalizzazioni
+ altri ricavi e proventi
<b>= ricavi totali</b>
- Consumi di MP
- Godimento beni di terzi
- Costi per servizi
- Altri costi di gestione
- Costo del lavoro
<b>= Margine Operativo Lordo (MOL)</b>
- amm.ti, acc.ti e svalutaz.
<b>= risultato operativo</b>
+/- proventi e oneri finanziari
+/- proventi e oneri di gestione straordinaria
<b>= risultato ante imposte</b>
- Imposte e tasse
<b>= risultato netto</b>

### Stato Patrimoniale riclassificato adjusted

Capitale fisso netto
<b>= Capitale Fisso Netto</b>
Crediti commerciali
(Debiti commerciali)
<b>= Trade Working Capital (TWC) (CCNC)</b>
Giacenze di magazzino
Altri crediti
Ratei e risconti attivi
(Altri debiti)
(Ratei e risconti passivi)
<b>= Net Working Capital (NWC) (CCN)</b>
<b>Capitale investito</b>
Patrimonio netto
Fondi rischi e oneri
Fondo TFR
<b>= Posizione Finanziaria Netta (PFN)</b>
Debiti finanziari a l/term
Debiti finanziari a b/term
(Disponibilità liquide)
<b>= Fonti di finanziamento</b>

- ***Due diligence commerciale:*** obiettivo è l'analisi del mercato di riferimento e del contesto competitivo; è effettuata per valutare vantaggi e svantaggi (opportunità e rischi) ottenibili con la realizzazione di operazioni pianificate.

Con questa tipologia di *diligence* si vuole conoscere meglio l'ambiente competitivo, gli operatori, i principali competitor, le tendenze di mercato, gli effetti di determinati fenomeni;  
allo stesso modo ci si propone di scegliere e implementare la strategia migliore affinché si possa ottenere dall'operazione in corso un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo.

---

- ***Due diligence legale:*** esamina i rapporti contrattuali in essere riguardanti l'organizzazione societaria, il patrimonio, il personale, dipendente e non, gli istituti finanziari e la pubblica amministrazione; vengono affrontate anche le problematiche legate alle risorse aziendali.

Scopo principale è quello di evidenziare i rischi relativi alle posizioni contrattuali in grado di influire negativamente sulle operazioni prospettate (fattibilità, criticità)

I contenuti della due diligence legale dipendono dal tipo di operazione: finanziamento, investimento, fusione, ...

---

- ***Due diligence fiscale***: indagini e attività di controllo fiscale sulla società oggetto dell'intervento, relativamente alle principali fattispecie per le imposte dirette ed indirette e per le ritenute d'acconto.

Spesso le si associa la verifica del contenzioso esistente e di quello potenziale (verbali di accesso, ispezione o verifica; avvisi di accertamento e liquidazione).

Obiettivo: fornire un quadro generale sulla posizione fiscale dell'impresa per evidenziare eventuali sopravvenienze legate a comportamenti passati e l'impatto della leva fiscale sul valore dell'impresa.

---

- **Due diligence operativa:** scopo è analizzare i meccanismi e le metodologie produttive e organizzative dell'azienda; molto utile per operazioni di *M&A*, *project finance* e *leverage acquisition finance*.

Viene studiato il complesso di beni e persone che costituiscono l'azienda, come sono organizzati da imprenditore e/o managers; vengono analizzati svariati aspetti della gestione di impresa (ad es. supply chain, ICT,...); Negli ultimi anni si pone molta attenzione anche alla questione ambientale (rischi o passività di matrice ambientale, costi adeguamento alle normative, reputazione, «eco-compatibilità»).

---

- ***Due diligence per operazioni di cartolarizzazione:*** attenta analisi degli asset trasferiti dall'originator allo SPV per poter studiare i flussi finanziari e costruire i profili economico e finanziario dei titoli da collocare nel mercato internazionale.

L'analisi si focalizza su:

- Documentazione attestante la titolarità degli asset da parte dell'originator;
  - Elementi costitutivi dei singoli asset;
  - Comparazione dei risultati contabili di originator e debitori ceduti;
  - Schede analitiche sul profilo finanziario degli asset per tutta la durata dell'operazione.
-

# Piano Industriale e *Business Plan*

**Definizione:** documento che descrive e analizza un'idea imprenditoriale o una formula strategica e ne consente la valutazione di fattibilità economico-finanziaria.

Previsioni sull'attività economica futura;  
Struttura dell'azienda;  
Effetti dei cambiamenti nei mercati di riferimento.

Redatto in fase di avvio di un nuovo progetto imprenditoriale, o per verificare la validità delle scelte strategiche effettuate, o nei casi in cui la realizzazione di una strategia comporti il ricorso a fonti finanziarie esterne.

---

Caratteristiche fondamentali sono:

- **Coerenza** (tempistiche, risorse attuali e prospettive);
  - **Completezza** e **intelligibilità** del contenuto;
  - **Attendibilità** delle ipotesi (realistiche, giustificabili) e **veridicità** dei valori soggettivi;
  - **Flessibilità** (andamento del mercato);
  - **Analiticità** e **sinteticità**.
-

## Struttura:

- **Executive summary** (proposta strategica, risultati attesi, team preposto);
  - **Strategia realizzata** (singola azienda, gruppo, ASA; relative performance);
  - **Opportunità di ripensamento strategico** (ragioni interne ed esterne);
  - **Progetto strategico proposto** (missione, portafoglio, ASA, risultati attesi, fabbisogno di risorse);
  - **Azioni realizzate** (mutamento assetto strategico, incremento produttività, sviluppo dimensionale,...);
  - **Prospettive economico-finanziarie** (collegamento scelte strategiche/variabili economiche, previsioni, convenienza e sostenibilità finanziaria del piano, sensitività).
-

La costruzione del piano non è statica: un buon piano industriale deve preventivare l'esistenza di differenti ipotesi e scenari di contesto e poterle poi mettere a confronto (*analisi di sensitività*).

Per analizzare la sostenibilità finanziaria e, quindi, la parte quantitativa, è necessario studiare la struttura del capitale investito e la composizione delle fonti di finanziamento; bisogna, in primo luogo, determinare i ricavi e gli investimenti durevoli.

L'influenza economica e quella finanziaria dei due elementi non è ben definita



**Forti interrelazioni**

---

È necessario esporre, analizzare e validare le ipotesi previsionali (*assumption*): sono elemento fondamentale delle proiezioni dei vari anni del piano e, di conseguenza, dell'elaborazione del conto economico e dello stato patrimoniale.

Nella costruzione del conto economico non si suddividono le aree gestionali caratteristiche da quella straordinaria perché tutte le voci di previsione sono considerate al netto delle operazioni straordinarie.

Nella creazione dello stato patrimoniale si deve cercare l'equilibrio tra impieghi e fonti => variazioni tra attivo e passivo per tutti i periodi del piano.

---

# Cash Flow e Governance

## *La stima del valore aziendale*

Molti servizi di corporate banking, per essere adeguati all'impresa a cui si rivolgono, necessitano della stima del valore economico dell'azienda o di un suo ramo.

La dottrina aziendale e la prassi professionale hanno proposto svariate metodologie, quella maggiormente impiegata risulta essere il Discounted Cash Flow.

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1 + K)^t}$$

Il valore dell'azienda è calcolato sulla base dei flussi di cassa attesi.

---

Le variabili alla base della stima del valore dell'azienda sono:

- I flussi di cassa attesi,
- Il tasso da impiegare in fase di attualizzazione,
- Il terminal value.

L'analisi dei flussi di cassa aiuta ad indagare la condizione di equilibrio finanziario, in ottica storica con l'aiuto della financial due diligence, in ottica prospettica con il business plan.

Gli schemi di riferimento per calcolare i cash flow sono differenti, secondo la prassi professionale dobbiamo individuare:

- I FCFO (Free Cash Flow from Operation)
  - I FCFE (Free Cash flow to Equity)
-

Tabella 8 - Schema di costruzione dei flussi di cassa

---

**Reddito Operativo**

Decremento/(Incremento) crediti commerciali  
Incremento / (Decrementi) debiti commerciali

---

**Variazione del Trade Working Capital (TWC)**

Decremento / (Incremento) magazzino  
Decremento / (Incremento) altri crediti  
Decremento / (Incremento) ratei e risconti attivi  
Incremento / (Decremento) altri debiti  
Incremento / (Decremento) ratei e risconti passivi

---

**Variazione del Net Working Capital (NWC)**

Decrementi / (Incrementi) investimenti in capitale fisso

---

**Variazione del Capitale Fisso (Capex)**

(Utilizzo Fondo TFR)

---

**Variazione Fondo TFR**

(Imposte sul risultato operativo)

---

**Gestione fiscale**

**Free Cash Flow from Operation (FCFO)**

---

Proventi / (Oneri) accessori

---

**Gestione accessoria**

Proventi / (Oneri) extra-caratteristici

---

**Gestione extra-caratteristica**

Proventi / (Oneri) finanziari

---

**Gestione finanziaria**

Incremento / (Decremento ) indebitamento finanziario  
Decremento / (Incremento) disponibilità liquide

---

**Variazione della Posizione Finanziaria Netta**

(Utilizzo Fondi)

---

**Variazione Fondi**

Incremento / (Decremento) capitale sociale a pagamento

---

**Variazione del Capitale Sociale**

Imposte sul risultato operativo  
(Imposte sul risultato netto)

---

**Gestione fiscale**

**Free Cash Flow to Equity (FCFE)**

---

A monte si deve però decidere l'ottica di osservazione:

- Asset side (considera l'enterprise value ed i flussi sono i FCFO)
- Equity side (considera l'equity value ed i flussi sono i FCFE)

La relazione che li lega è:

$$\text{ENTERPRISE VALUE} = \text{EQUITY VALUE} + \text{PFN}$$

Dove:

PFN = debiti netti di natura finanziaria – disponibilità liquide.

In finanza quanto maggiore è il rischio assunto dall'investitore, tanto maggiore è il rendimento atteso richiesto e, quindi, maggiore sarà il costo del capitale per l'azienda. La metodologia più nota è il Weighted Average Cost of Capital (WACC):

$$WACC = K = K_E \cdot \left( \frac{E}{E+D} \right) + K_D \cdot \left( \frac{D}{E+D} \right)$$

# *La stima del costo del capitale di rischio*

Presenta svariate difficoltà, la metodologia più nota ed utilizzata è il Capital Asset Pricing Model (CAPM):

$$K_E = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

È un modello teorico di rischio-rendimento, è un modello statico, lineare e monofattoriale.

---

# Il valore residuale dell'azienda

Modello di Gordon:

$$TV = Fc_N \cdot \frac{1+g}{K-g}$$

che diventa:

$$TV = \frac{Fc_N}{K}$$

flussi di cassa  
costanti  $g=0$

## *Forme di Governance e monitoraggio*

- Le operazioni di finanza straordinaria influenzano la linea di *governance*, in quanto di nuovi soci e/o soggetti creditori entrano nella realtà societaria.
  - L'impresa dovrà quindi fornire tutele ai finanziatori, scegliendo il modello di corporate governance più adatto.
  - L'impresa deve proteggere nel tempo il valore dell'investimento, incrementarlo e fornire un'adeguata e costante informativa.
-



La normativa che si occupa di corporate governance è da riferirsi al diritto societario e finanziario.

Le fonti in questione sono: d.lgs n.6/2003 (Riforma del diritto societario), legge n. 262/2005 (Legge sul risparmio), d.lgs.n. 303/2006, il TUB (d.lgs.n. 385/1993) ed il TUF (d.lgs. N. 58/1998).

---

In generale i primari strumenti di tutela sono i diritti/doveri che la legge e lo statuto societario riconoscono ai soci, quali il diritto di voto ed il potere di nominare le principali cariche societarie.

Nelle Spa con azionariato frammentato, gli investitori possono negoziare degli accordi, detti patti parasociali, per creare dei gruppi, sindacati, per influenzare le votazioni in assemblea. Con i patti parasociali gli aderenti votano come se fossero un "unico azionista".

I principali sindacati sono: il sindacato di voto ed il sindacato di blocco.

Nelle Srl viene rimandato tutto all'autonomia statutaria, esiste un'elasticità dell'assetto operativo e la centralità dei soci.

---

## *Clausole contrattuali più ricorrenti*

- **Prestito Mezzanino:**  
è una forma intermedia tra il capitale di debito ed il capitale proprio. Ha una particolare struttura che riconosce la possibilità dell'equity kicker.
  - **Prestito obbligazionario:**  
gli investitori sono dei creditori (assemblea obbligazionisti) ed hanno il potere di esprimere pareri che risultano vincolanti per le scelte della società.
- In entrambi i casi parliamo di finanziamenti a debito. Questi sono regolati prevalentemente dagli accordi contrattuali che comprendono non solo le caratteristiche dell'operazione ma anche la fissazione di norme a garanzia, il security package.
-

- Il security package è costituito da:
  - Garanzie reali e finanziarie, la normativa non impone delle forme specifiche, quindi è possibile utilizzare tutte le forme previste dal codice civile.
  - Covenants e undertaking: clausole contrattuali che impongono impegni all'impresa per la durata del finanziamento, pena sanzioni di vario tipo.
-

# *I covenant*

Le spiegazioni del loro utilizzo sono riassunte principalmente in tre punti:

- Attenuazione ovvero la risoluzione del conflitto di interessi tra azionisti ed obbligazionisti.
  - Vengono utilizzati come strumento di politica aziendale.
  - L'utilizzo ai fini del monitoring da parte delle banche.
-

- I covenant sono stati classificati in svariate modalità, una soluzione è la classificazione che riguarda il vincolo sotteso (più è stringente, più si limita la flessibilità gestionale)

Tabella 9 - Le categorie di covenant

Categorie	Definizione
Informativi	Elaborazione e produzione di informativa finanziaria
Finanziari	Rispetto di vincoli su poste e indici di bilancio
Restrittivi	Limitazione su determinate politiche aziendali
Negativi	Divieto di attuare specifiche operazioni

Minnetti (2011): par. 5.5.2, pag. 177

L'efficacia dei covenant è legata alla presenza di costi attesi legati ad una violazione, le tipologie di costo sono:

- Costi di rinegoziazione
- Costi di rifinanziamento
- Costi di ristrutturazione
- Costi derivati dall'incremento dell'attività di monitoring.

Molto importante è la credibilità del vincolo: se la probabilità di violazione è ritenuta alta dai finanziatori, gli effetti negativi saranno un incremento de costo del debito e una riduzione del capitale concesso.

---

## *Gli undertaking*

Sono una particolare categoria di covenant, essi sono delle clausole che stabiliscono il rispetto di specifiche condizioni operative (es: astenersi da operazioni che alterino la struttura finanziaria).

Anche per gli undertaking sono previste sanzioni, che possono portare anche allo scioglimento del rapporto.

---

# Gli undertaking più utilizzati.

Tabella 10 - Le principali fattispecie di undertaking usati nella contrattualistica

**Asset disposal:** clausola con la quale la parte finanziata si obbliga, salvo consenso scritto della banca finanziatrice, a non porre in essere atti di disposizione totale o parziale di qualunque genere relativamente a propri beni ricompresi tra le immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie che siano da essa posseduti o in seguito acquistati.

**Cross default:** previsione che sta a individuare specifici eventi qualificabili come inadempimento, che comportano la decadenza dal beneficio del termine a carico della parte finanziata o che consentono una richiesta di anticipato rimborso.

**Dividend restriction:** determinazione in base alla quale la parte finanziata si impegna a distribuire dividendi nei limiti di una quota dell'utile di esercizio.

**Material adverse change:** clausola residuale che contempla tutte le situazioni di peggioramento della solvibilità della parte finanziata generate da azioni della stessa, non previste dalle altre clausole contrattuali e che possono determinare la risoluzione del rapporto.

**Negative pledge:** condizione per la quale la parte finanziata non concederà garanzie personali e/o garanzie reali sui propri beni e non concluderà atti o negozi aventi comunque la finalità o l'effetto di costituire garanzie a favore di terzi per obbligazioni proprie o altrui, ad eccezione delle garanzie preventivamente consentite per iscritto alle banche finanziatrici e dei vincoli e privilegi di legge.

**Obblighi di trasmissione di documentazione:** impegno della parte finanziata a inviare alle banche finanziatrici, secondo una determinata tempistica, una serie di documenti, fra i quali a titolo esemplificativo: il proprio bilancio annuale e il proprio bilancio semestrale, unitamente alla relazione di certificazione della società di revisione, alle relazioni del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, nonché agli allegati delle principali voci di conto economico e dello stato patrimoniale; ulteriori informazioni e documenti concernenti le attività e la gestione.

**Obblighi di informativa:** impegno della parte finanziata a comunicare con tempestività per iscritto alle banche finanziatrici fatti, atti a circostanze di particolare rilievo, che possano avere un effetto sostanzialmente pregiudizievole e dei quali occorre produrre dettagliate informazioni e chiarimenti.

**Ownership clause:** obbligo dei soci della parte finanziata a non modificare la compagine azionaria senza la preventiva approvazione scritta delle banche finanziatrici.


**Pari passu:** impegno della parte finanziata a non assumere iniziative che possano comportare la postergazione degli obblighi derivanti dal finanziamento e dalle pattuizioni contrattuali a esso collegate.

## *Il coinvolgimento nella conduzione dell'impresa.*

Sia nel caso di interventi a titolo di equity, sia nel caso di operazioni di apporto di risorse finanziarie, l'impresa deve poter continuare la propria vita economica senza essere eccessivamente penalizzata dagli strumenti di tutela e, a loro volta, i finanziatori/investitori devono avere delle garanzie a protezione del capitale investito.

L'investitore è maggiormente coinvolto rispetto al finanziatore di debito ed è anche maggiormente presente nella vita dell'impresa. Il suo atteggiamento può essere di due tipi:

- Hands on
  - Hands off
-




Per l'investitore/finanziatore è importante acquisire con sistematicità i risultati di gestione integrati con informazioni qualitative e quantitative sull'andamento del mercato e dell'impresa.

Il monitoraggio viene svolto dai manager con l'aiuto di un sistema di controllo della struttura aziendale che individua centri di costi e di profitto, permettendo così l'identificazione dei punti di forza e debolezza dell'impresa.

Tutte le informazioni che si ricavano entrano nel sistema di reporting periodico (trimestrale, semestrale, annuale) che deve essere approvato dagli organi societari e poi sottoposto ai finanziatori.

---



Il monitoraggio ed il reporting sono inseriti nelle politiche di comunicazione che l'impresa deve mantenere con il mondo finanziario (marketing finanziario) per mantenere alto l'interesse degli stakeholder, garantendo nel tempo di mantenere una dotazione ottimale di risorse finanziarie.

---