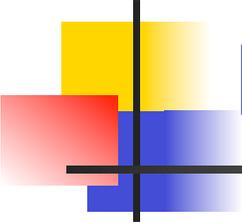


Corso di Finanza aziendale

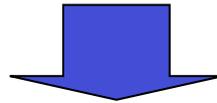
La Finanza straordinaria

Dott.ssa Roberta Pace
Università degli Studi dell'Aquila
a.a. 2016-2017



La creazione di valore per via esterna

Gestioni straordinarie



Carattere di eccezionalità

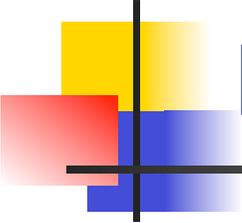
Frequenza

Impatto
sull'impresa

Obiettivo

La creazione di valore (ottica di medio lungo periodo)

Conseguimento di benefici economici



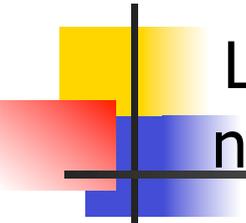
Le operazioni di finanza straordinaria

- ✓ CESSIONE
- ✓ SCORPORO
- ✓ SCISSIONE
- ✓ ACQUISIZIONE
- ✓ FUSIONE
- ✓ CONFERIMENTO
- ✓ TRASFORMAZIONE

DECENTRAMENTO

CONCENTRAZIONI

I benefici



Le operazioni di finanza straordinaria creano valore al netto dei costi e degli investimenti che devono essere sostenuti per ottenerli.

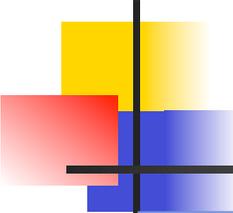
Rappresentati da

sinergie

**potenzialità
straordinarie**

Benefici

- ✓ Operativi
- ✓ Finanziari
- ✓ Fiscali
- ✓ Di mercato



La fusione

Definizione

La fusione è uno strumento strategico che permette di realizzare la concentrazione e l'integrazione economica e giuridica tra diverse entità attraverso lo scambio di titoli rappresentativi del capitale di due o più imprese, integrando in un unico sistema economico-aziendale tutte le risorse economiche, finanziarie e patrimoniali dei soggetti partecipanti.

Disciplina civilistica:

- *articoli dal 2501 al 2505-quater*
- Assenza di una specifica definizione
- art 2501: tale operazione "può eseguirsi mediante la costituzione di una società nuova o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre". 5

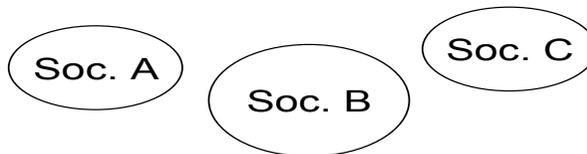
✓ Fusione per unione

✓ Fusione per incorporazione

Fusione per unione

Nella fusione per unione due o più società si uniscono e scompaiono per creare una nuova società

Ante fusione

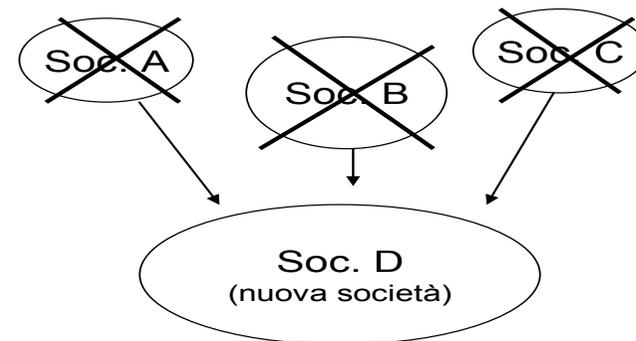


Prima della fusione le società hanno ciascuna la propria personalità giuridica (in quest'esempio si presume che non ci siano legami di partecipazione tra le società)

Dopo la fusione per unione delle società A, B e C viene costituita una nuova società D con il patrimonio delle società A, B e C che cessano di esistere.

I soci di A, B e C ricevono le azioni di D calcolate in base ad un rapporto di cambio ed annullano le loro vecchie azioni.

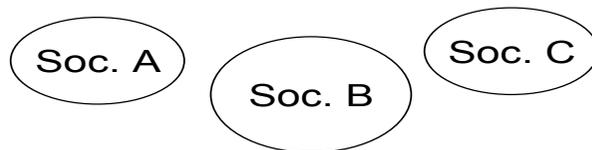
Post fusione



Fusione per incorporazione

Nella fusione per incorporazione l'incorporante conserva la propria personalità giuridica e continua ad esistere, mentre la società o le società assorbite si estinguono

Ante fusione

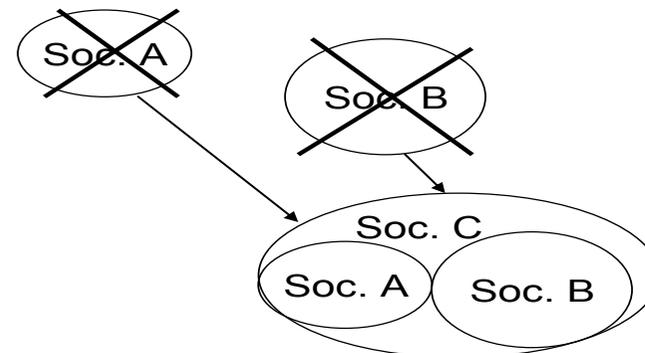


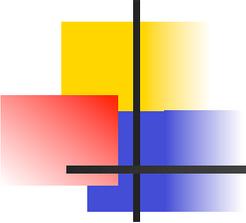
Prima della fusione le società hanno ciascuna la propria personalità giuridica (in quest'esempio si presume che non ci siano legami di partecipazione tra le società)

Post fusione

Dopo la fusione per incorporazione le società A e B cessano di esistere, continua invece la sua attività la società C che incorpora i patrimoni delle altre due società presentando così maggiori dimensioni dovute all'aumento del capitale sociale conseguente all'aumento di patrimonio.

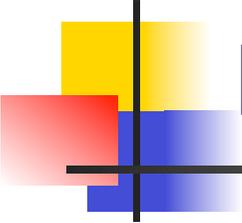
I soci di A e B ricevono le azioni di C calcolate in base ad un rapporto di cambio ed annullano le loro vecchie azioni.





Altri tipi di fusione

- ✓ Fusione intra gruppo
- ✓ Fusione extra gruppo
- ✓ Fusione diretta
- ✓ Fusione inversa
- ✓ Fusione omogenea
- ✓ Fusione eterogenea
- ✓ Fusione orizzontale
- ✓ Fusione verticale
- ✓ Fusione conglomerale o concentrica

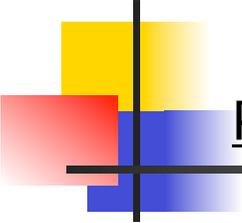


La valutazione di fusione

Il rapporto di cambio

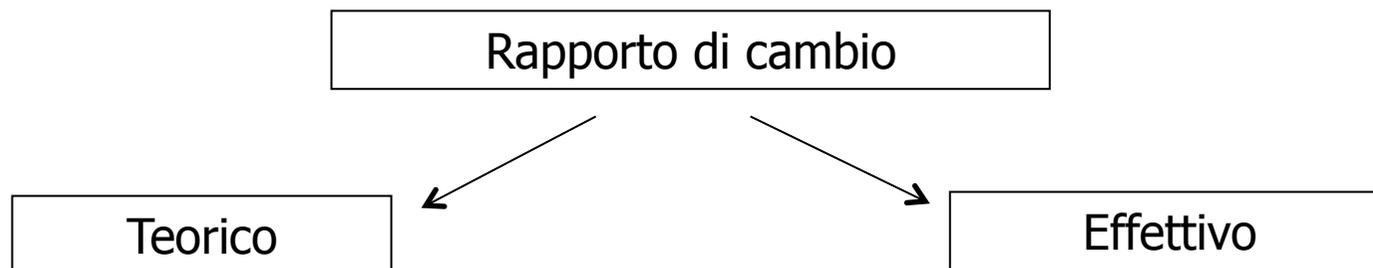
esprime il numero delle nuove azioni o quote da assegnare ai soci delle società incorporate o fuse tale da consentire loro di godere di una posizione nella compagine sociale del complesso risultante dall'operazione, equivalente in termini di valore effettivo, a quella che avevano prima dell'operazione.

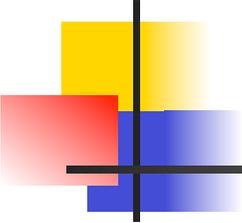
→ Sotto il profilo economico la fusione è considerata un trasferimento di azienda da un soggetto imprenditoriale ad un altro in cui prestazione e controprestazione devono avere equivalenza economica.



Per determinare il rapporto di cambio

- stimare il valore del capitale economico delle società che partecipano all'operazione (con criteri omogenei)
- individuare il valore delle sinergie prodotte con la fusione
- determinare la percentuale del contributo di ciascuna delle società alla formazione del plusvalore per poterlo obiettivamente distribuire





Rapporto di cambio teorico

- Fusione per incorporazione

$$V_A = \frac{W_A}{N_A}$$

$$V_B = \frac{W_B}{N_B}$$

A = società incorporante

B = società incorporata

W = valore del capitale economico

N = numero delle azioni

V = valore effettivo dell'azione

$$\swarrow \mathbf{RC} = \frac{V_B}{V_A} = \frac{W_B}{W_A} \cdot \frac{N_A}{N_B}$$

Numero di azioni emesse dall'incorporante contro l'annullamento di un'azione dell'incorporata

• Fusione per unione

$$\frac{W_A}{W_A + W_B}$$

$$\frac{W_B}{W_A + W_B}$$

Percentuali di partecipazione di A e B al capitale della nuova società C

$$\frac{W_A}{W_A + W_B} \cdot N_C = N_{C,A}$$

$$\frac{W_B}{W_A + W_B} \cdot N_C = N_{C,B}$$

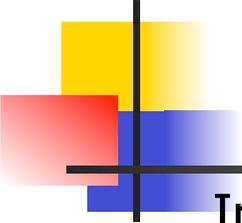
Numero di azioni spettanti ai soci di A e B

N_C = numero complessivo di azioni emesse dalla nuova società C

$$RC_A = \frac{N_{C,A}}{N_A} = \frac{W_A}{W_A + W_B} \cdot \frac{N_C}{N_A}$$

$$RC_B = \frac{N_{C,B}}{N_B} = \frac{W_B}{W_A + W_B} \cdot \frac{N_C}{N_B}$$

Numero di azioni di C da assegnare ai soci di A e B in cambio di una loro vecchia azione

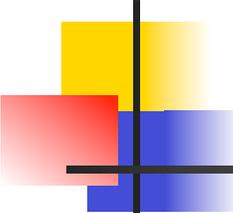


Rapporto di cambio effettivo

Indicato nel progetto di fusione, determinato sulla base:

- di quello teorico
- di una serie di fattori di natura economica ed extra-economica:

→ caratteristiche economico-giuridiche e diverso godimento delle azioni o quote scambiate
→ eventuali conguagli in denaro
→ status di società quotata
→ presenza di obbligazioni convertibili
→ valutazioni che dipendono da fattori extra-economici (come la forza contrattuale, l'abilità del management nella fase di negoziazione, ecc..)
→ sinergie che derivano da un operazione di fusione.



La valutazione strategica della fusione

Nella fusione per unione viene creato valore quando:

$$W_A + W_B < W_C$$

W_A = valore economico soc. A ante fusione

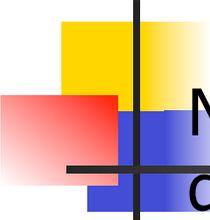
W_B = valore economico soc. B ante fusione

W_C = valore economico del complesso risultante post fusione

$$W_C = W_A + W_B + S - C$$

S = valore delle sinergie derivanti dalla fusione

C = costi da sostenere per la fusione e per beneficiare delle sinergie



Nella fusione per incorporazione si ha creazione di valore quando:

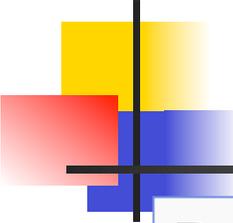
$$W_A + W_{B1} < W_{B2}$$

W_A = valore economico soc. A (incorporata) ante fusione

W_{B1} = valore economico soc. B (incorporante) ante fusione

W_{B2} = valore economico soc. B post fusione.

$$W_{B2} = W_A + W_{B1} + S - C$$



La scissione

Definizione

La scissione consiste nella disaggregazione del patrimonio della società scissa in più parti, o quote, e nel loro trasferimento o assegnazione a più società, che già esistevano o che sono state appositamente costituite (scissionarie o beneficiarie), con in cambio l'assegnazione di azioni o quote ai soci della scissa.

Disciplina civilistica

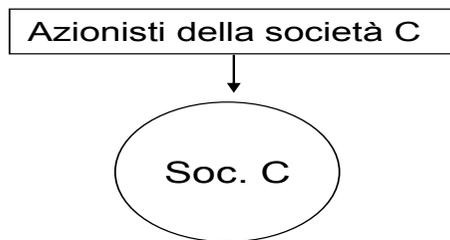
- *dall'articolo 2506 al 2506-quater.*
- Assenza di una specifica definizione
- Modalità di realizzazione della scissione di una società → mediante il trasferimento dell'intero patrimonio (o di una sua parte) a più società preesistenti o di nuova costituzione e assegnazione di azioni o quote ai soci della prima.

✓ Scissione totale

✓ Scissione parziale

Scissione totale o integrale

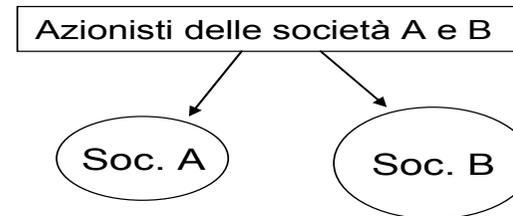
Ante scissione



La società C decide di scindersi trasferendo il suo patrimonio alle società A e B

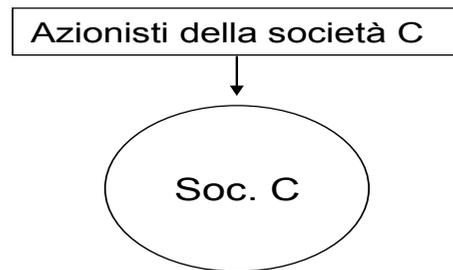
Post scissione

Dopo la scissione cessa di esistere la società C; le azioni ricevute in contropartita al patrimonio ceduto sono assegnate agli ex soci della società C che diventano quindi soci delle società A e B



Scissione parziale

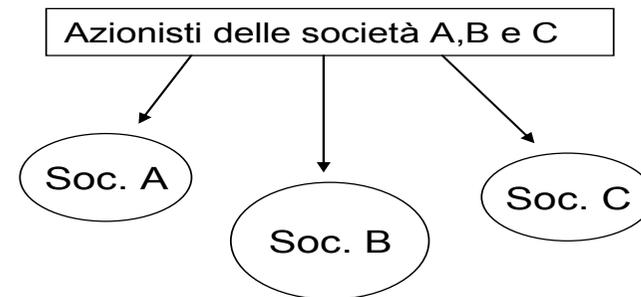
Ante scissione

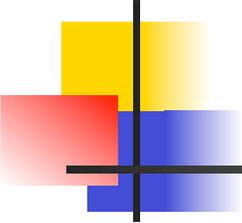


Dopo la scissione si riduce il patrimonio della società C; le azioni ricevute in contropartita al patrimonio ceduto sono assegnate ai soci della società C che diventano quindi anche soci delle nuove società A e B

La società C decide di scindersi trasferendo parte del proprio patrimonio alle società A e B

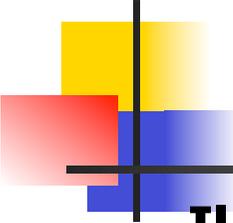
Post scissione





Altri tipi di scissione

- ✓ Scissione proporzionale
- ✓ Scissione non proporzionale
- ✓ Scissione per incorporazione
- ✓ Scissione con costituzione di nuove società
- ✓ Scissione mista



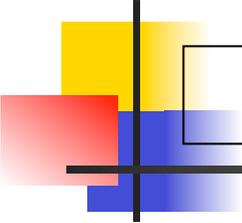
La valutazione della scissione

Il rapporto di cambio

Si determina in che misura ciascun socio della società scissa parteciperà al capitale sociale delle società risultanti dalla procedura

E' necessario:

- determinare il patrimonio effettivo da trasferire nell'operazione (la stima avviene in modo diverso a seconda che il trasferimento sia di singoli beni, di rami d'azienda o dell'intera azienda)
- stimare il capitale economico delle società beneficiarie (se preesistenti all'operazione)
- individuare il valore delle sinergie e delle potenzialità strategiche prodotte con la scissione

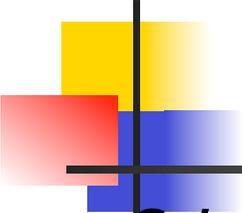


Rapporto di cambio

- *scissione con costituzione di nuove società:*

-con criteri proporzionali di attribuzione delle azioni o quote ai soci (il rapporto di cambio non viene calcolato):
i soci della società scissa si ritroveranno a partecipare, con le stesse proporzioni, ad un capitale la cui entità non è stata intaccata

-criteri non proporzionali per l'assegnazione delle azioni o quote (si ricercano i criteri in base ai quali i soci saranno chiamati a partecipare al capitale della beneficiaria):
si assicura loro che, pur acquisendo azioni o quote soltanto di alcune società beneficiarie, i loro titoli avranno un valore almeno pari a quello che avrebbero avuto con una scissione realizzata con criteri proporzionali

- 
- Scissione a favore di società preesistenti (rapporto di cambio teorico)

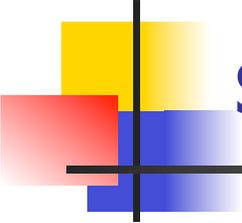
$$RC = \frac{W_b}{W_a} \frac{N_a}{N_b}$$

W_A = valore economico soc. beneficiaria

N_A = numero di azioni soc. beneficiaria

W_B = valore economico della porzione di patrimonio trasferito

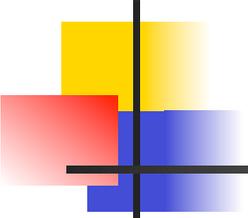
N_B = numero delle vecchie azioni appartenenti ai soci della scissa relativi alla porzione di capitale economico trasferito.



La valutazione strategica della scissione

L'analisi strategica deve essere svolta:

- a livello individuale per la società scissa e per le società beneficiarie, confrontando il loro valore prima e dopo la scissione
- a livello complessivo confrontando la sommatoria dei valori del capitale economico delle società partecipanti alla scissione prima dell'operazione ed il valore economico complessivo risultante dopo la stessa ottenuto sommando i valori strategici delle società risultanti dopo la scissione.



Alcuni esempi per capire

→ Nella scissione totale mista della società A realizzata a favore di una società di nuova costituzione società N e di una preesistente società B,

si creerà valore complessivamente se:

$$W_A + W_{B1} < W_N + W_{B2}$$

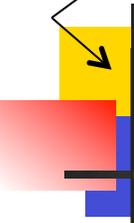
W_A = valore economico soc. A ante scissione

W_{B1} = valore economico soc. B ante scissione

W_N = valore economico soc. di nuova costituzione derivante dal trasferimento di parte del patrimonio della scissa post scissione

W_{B2} = valore economico soc. B post scissione

W_{B2} = valore economico soc. B post scissione.


$$W_{B2} = W_{ASI} + W_{B1} + S - C$$

W_{ASI} = valore economico del patrimonio trasferito della scissa alla soc. B post scissione

S = valore delle sinergie derivanti dalla concentrazione

C = costi da sostenere per la scissione e per beneficiare delle sinergie

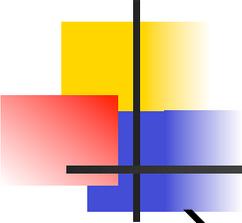
W_N = valore economico soc. di nuova costituzione derivante dal trasferimento di parte del patrimonio della scissa post scissione

$$W_N = W_{ASN} + P - C$$

W_{ASN} = valore economico del patrimonio trasferito dalla scissa alla nuova società

P = valore delle potenzialità strategiche conseguite con il decentramento

C = costi da sostenere per la scissione e per beneficiare delle potenzialità strategiche



→ Nella di scissione parziale della società A eseguita a favore di una società di nuova costituzione società N,

si creerà valore se:

$$W_A < W_N + W_{A1}$$

W_A = valore economico soc. A ante scissione

W_N = valore economico soc. N di nuova costituzione derivante dal trasferimento di parte del patrimonio della scissa A post scissione

W_{A1} = valore economico soc. A post scissione

W_{A1} = valore economico soc. A post scissione.

$$W_{A1} = W_{AR} + P - C$$

~~$W_{AR} = W_A - W_{ASN}$~~ = valore economico del patrimonio non trasferito dalla scissa A alla nuova società N

P = valore delle potenzialità strategiche conseguite con il decentramento

C = costi da sostenere per la scissione e per beneficiare delle potenzialità strategiche

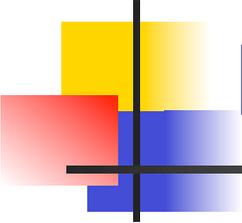
W_N = valore economico soc. N di nuova costituzione derivante dal trasferimento di parte del patrimonio della scissa A post scissione

$$W_N = W_{ASN} + P - C$$

W_{ASN} = valore economico del patrimonio trasferito dalla scissa A alla nuova società N

P = valore delle potenzialità strategiche conseguite con il decentramento

C = costi da sostenere per la scissione e per beneficiare delle potenzialità strategiche



La trasformazione

Definizione

La trasformazione si realizza attraverso un cambiamento della forma giuridica della società già esistente, la quale mantiene inalterate le sue caratteristiche strutturali, il suo modo di essere, l'identità del soggetto, l'attività svolta e i rapporti economici e giuridici intrattenuti con l'ambiente esterno.

Disciplina civilistica

- *Da art. 2498 al 2500-novies.*

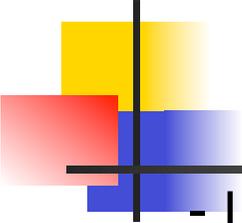
CAMBIAMENTO DELLA FORMA GIURIDICA DELLA SOCIETA'

(fenomeno giuridico)

I tipi di trasformazione

✓ Trasformazione omogenea

✓ Trasformazione eterogenea



- La trasformazione omogenea

consente di passare da un tipo all'altro di società ovvero da società di capitali a società di persone e viceversa .

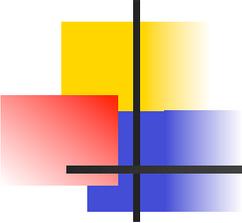
- La trasformazione eterogenea

si articola su due fattispecie principali:

1)trasf. di società di capitali, cioè S.p.a., S.r.l. e S.a.p.a., in consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni d'azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni

2)trasf. di consorzi, di società consortili, di comunioni d'azienda, di associazioni riconosciute (no di associazioni non riconosciute) e di fondazioni in società di capitali, cioè S.p.a., S.r.l. e S.a.p.a.

- Non è disciplinata la trasformazione eterogenea da società di persone o in società di persone.

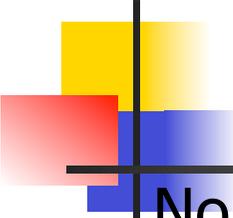


✓ Trasformazione progressiva

✓ Trasformazione regressiva

-La *trasformazione progressiva* avviene da una società in un'altra di tipo "superiore" ai fini dello sviluppo, ad esempio da Srl in Spa o da società di persone in società di capitali;

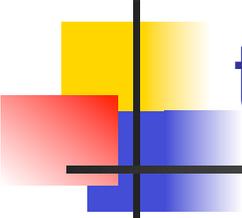
-La *trasformazione regressiva* procede in modo inverso.



La valutazione della trasformazione

Non ha la finalità di ricercare il valore economico o di cessione dell'impresa (non c'è un trasferimento d'azienda), ma è volta ad individuare il valore da assegnare al patrimonio della società risultante dalla trasformazione, evitando che il capitale della società trasformata possa risultare "annacquato"

Il capitale risultante dalla trasformazione di soc. di persone in soc. di capitali dovrà risultare da relazione di stima



La valutazione strategica della trasformazione

Essa riesce a creare ricchezza se dà origine a potenzialità strategiche, quindi se:

$$W_{A1} < W_{A2}$$

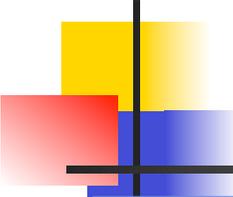
W_{A1} = valore economico soc. prima della trasformazione;

W_{A2} = valore economico soc. dopo la trasformazione.

$$W_{A2} = W_{A1} + P_{A2} - C_{A2}$$

P_{A2} = valore delle potenzialità strategiche dopo la trasformazione;

C_{A2} = costi da sostenere per la trasformazione e per beneficiare delle potenzialità strategiche.



Lo scorporo

Definizione

Lo scorporo diretto o per filiazione si realizza nel momento in cui un'azienda, o un ramo d'azienda, dotato di autonoma capacità di reddito, viene conferita da parte di una società (conferente o scorporante) ad un'altra società giuridicamente distinta che può essere nuova e appositamente costituita o già esistente (società beneficiaria); come contropartita l'impresa conferente riceve le azioni o quote della società in cui ha effettuato l'apporto (beneficiaria) nella misura corrispondente all'entità del patrimonio oggetto del conferimento.

-No specifica disciplina civilistica

-Rinvio alle norme di diritto comune ed in particolare in materia di "conferimenti in natura"

Scorporo diretto

Ante scorporo

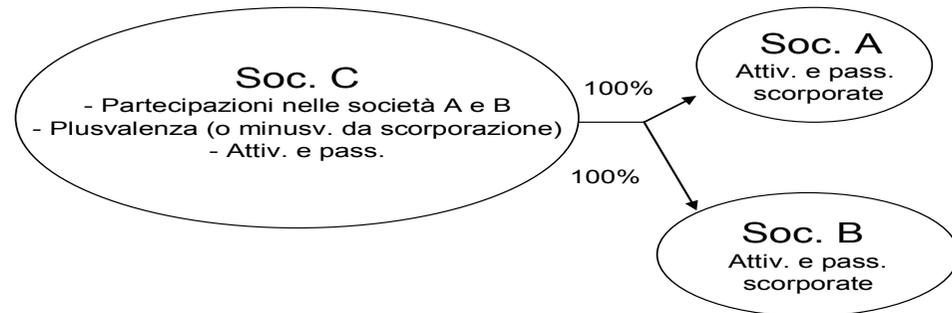


La società C decide di scorporare due rami aziendali e di dar vita a due distinte aziende da essa controllate al 100% (la società A e la società B)

Post scorporo

Dopo la scorporazione la società C diventa una capogruppo e ha nel proprio patrimonio le partecipazioni nelle società A e B.

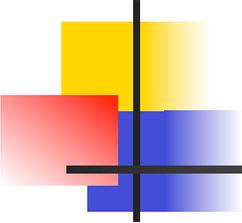
Il capitale sociale di C rimane lo stesso



NB: la società conferente:

-rimane sempre in vita anche a seguito del trasferimento totale delle sue attività,

- riceve come contropartita del conferimento, la quota di partecipazione ad esso corrispondente, non subendo alcuna decurtazione del proprio patrimonio.



- ✓ Scorpori organizzativi

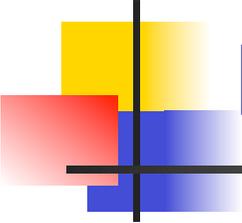
- ✓ Scorpori dismissori

Scorpori organizzativi :

sono relativi all'organizzazione dell'impresa e vengono attuati per migliorare questo aspetto della gestione aziendale e tutti gli altri fattori ad esso collegati

Scorpori dismissori :

si pongono come operazioni propedeutiche rispetto ad una successiva alienazione del complesso aziendale oggetto dell'operazione.

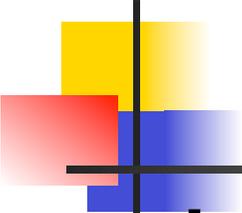


La valutazione dello scorporo

Determinare il valore del capitale economico dei soggetti interessati per giustificare le azioni o le quote da assegnare alla società scorporante

E' necessario:

- Valutare l'azienda o il ramo d'azienda oggetto di conferimento (in genere: metodo analitico-patrimoniale)
- stimare il capitale economico della società beneficiaria (se preesistente all'operazione)
- individuare il valore delle sinergie e delle potenzialità strategiche prodotte con lo scorporo



- **Lo scorporo con costituzione di nuova società**

Non si presentano particolari problemi di valutazione

- **Lo scorporo a favore di società preesistenti**

Implica sia la valutazione del patrimonio oggetto del conferimento, ma anche del patrimonio della società beneficiaria che in base all'apporto effettuato determinerà l'ammontare del prezzo delle azioni da emettere come contropartita dell'operazione.

Necessità di tutelare la vecchia compagine sociale



Determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione



Funzione di scambio del prezzo

$$w_b = \frac{W_b}{N_b}$$

w_b = valore unitario azioni beneficiaria

W_b = capitale economico beneficiaria

N_b = n° azioni beneficiaria prima dell'operazione

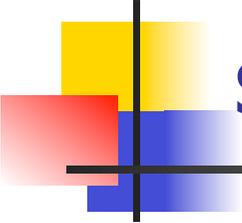
N_x = nuove azioni da emettere

$$N_x = \frac{W_a}{w_b}$$

W_a = valore economico del patrimonio conferito

Percentuale di patrimonio da assegnare alla società conferente

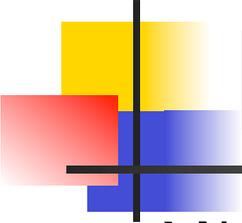
← $Y = \frac{W_a}{W_a + W_b}$



La valutazione strategica dello scorporo

Analisi strategica deve essere svolta:

- sia al livello individuale per la società scorporata e per le società beneficiarie, confrontando il loro valore prima e dopo lo scorporo
- sia a livello complessivo confrontando la sommatoria dei valori del capitale economico delle società partecipanti allo scorporo prima dell'operazione e il valore economico totale risultante dai valori strategici di tutte le società risultanti dallo scorporo



Alcuni esempi per capire

→ Nello scorporo d'azienda o di un ramo aziendale dotato di autonomia reddituale la società A che esegue il conferimento a favore di una società di nuova costituzione N, creerà valore se nella società A si verifica:

$$W_{A1} < W_{A2}$$

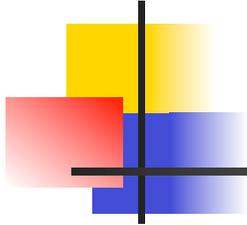
W_{A1} = valore economico soc A (senza partecipazioni) ante scorporo

W_{A2} = valore economico soc. A (con partecipazioni) post scorporo

$$W_{A2} = W_{A1} + P - C$$

P = valore delle potenzialità strategiche conseguite con il decentramento

C = costi da sostenere per lo scorporo e per beneficiare delle potenzialità strategiche



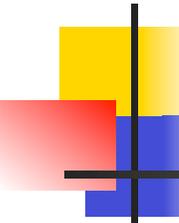
Inoltre, per la società N di nuova costituzione deve verificarsi:

$$W_{ASN} < W_N$$

$$W_N = W_{ASN} + P - C$$

W_{ASN} = valore economico (ante scorporo) dell'azienda o del ramo aziendale dotato di autonomia reddituale trasferito da parte della soc. A

W_N = valore economico strategico (post scorporo) soc. di nuova costituzione N.



→ Nello scorporo d'azienda o di un ramo aziendale dotato di autonoma capacità di reddito della società A eseguito a favore della società B preesistente si creerà valore se nella società A si verifica:

$$W_{A1} < W_{A2}$$

W_{A1} = valore economico soc. A (senza partecipazioni) ante scorporo;

W_{A2} = valore economico soc. A (con partecipazioni) post scorporo.

$$W_{A2} = W_{A1} + P - C$$

P = valore delle potenzialità strategiche conseguite con il decentramento

C = costi da sostenere per lo scorporo e per beneficiare delle potenzialità strategiche.

Inoltre, se nella società B preesistente è verificato quanto segue:

$$W_{B1} + W_{ASI} < W_{b2}$$

W_{B1} = valore economico soc. B ante scorporo

W_{ASI} = valore economico ante scorporo dell'azienda o del ramo aziendale dotato di autonoma capacità di reddito trasferito da parte della società A

W_{B2} = valore economico strategico soc. B post scorporo.

$$W_{B2} = W_{ASI} + W_{B1} + S - C$$

S = valore delle sinergie derivanti dalla concentrazione

C = costi da sostenere per lo scorporo e per beneficiare delle sinergie.