

# **Corso di Finanza Aziendale Avanzato**

**Prof. Gubitosi**

# Corso di Finanza Aziendale Avanzato

---

## **Obiettivo del corso**

Consolidamento della conoscenza dei principi di finanza alternando lezioni teoriche a casi di studio ed esercitazioni al fine fornire le competenze necessarie per la risoluzione di problematiche di natura finanziaria tipiche di una realtà aziendale (selezione di investimenti, calcolo del wacc, pianificazione finanziaria, valutazione di un'azienda, ...)

## **Testo di riferimento**

Berk, De Marzo – Finanza Aziendale 1 e 2 - Pearson

## **Esame**

Prova scritta e orale

## **Sito**

In preparazione

Password: 020190

# Corso di Finanza Aziendale Avanzato

---

## Argomenti del corso

- Decisioni di investimento e capital budgeting
- Analisi di bilancio e indici di bilancio con focus su net debt, cash flow e indici finanziari
- Il calcolo del WACC, teoria e pratica
- Le fonti di finanziamento di una società. L'effetto leva
- Tipologie di debito: funding bancario vs obbligazioni
- Equity Public Placement
- Equity Private Placement
- Metodologie di valutazione d'azienda
- Pianificazione finanziaria
- Fusioni ed acquisizioni
- I prodotti derivati

## Casi aziendali ed esercitazioni

# Principi Base di Finanza

# Principi Base di Finanza

---

- Valore Attuale (VA) / Present Value (PV)
- Costo Opportunita' del capitale
- Interesse semplice e interesse composto
- Interesse reale e interesse nominale
- Rendite
- Regole per la selezione di investimenti (segue ...)

# Argomenti del corso

---

## Criteria di scelta degli investimenti:

- Tempo di recupero / Pay back period
- Valore Attuale Netto (VAN) / Net Present Value (NPV)
- Tasso Interno di Rendimento (TIR) / Internal Return Rate (IRR)
- Altri (Indice di redditività, Tasso di rendimento contabile, ..)

# Argomenti del corso

---

## **Analisi di bilancio e pianificazione finanziaria:**

- L'analisi di un bilancio con particolare riferimento alle informazioni sulla PFN
- La riclassificazione di un bilancio e il calcolo degli indici
- La costruzione gestionale di prospetto di cash flow
- La pianificazione finanziaria
- L'elaborazione di un modello finanziario

# Argomenti del corso: equity market



## Private Placement



**Angel Investors**



**Venture Capital & Private Equity Funds**



**Institutional Investors**



**Corporate Investors**

## Public Placement



**IPO**



**Successivi aumenti di capitale**



**Obbligazioni convertibili**



# Argomenti del corso: debt market

## Loan

**ALLEN & OVERY**

Allen & Overy LLP

(incorporating amendments made up to September 2005)

**AGREEMENT**

€6,850,000,000

**CREDIT FACILITIES**

for

**WIND TELECOMUNICAZIONI S.P.A.**

arranged by

**ABN AMRO BANK N.V.  
DEUTSCHE BANK AG LONDON  
SANPAOLO IMI S.P.A.**

with

**ABN AMRO BANK N.V., MILAN BRANCH  
DEUTSCHE BANK S.P.A.  
SANPAOLO IMI S.P.A.**  
as Original Lenders

**ABN AMRO BANK N.V.**  
as Facility Agent and Security Agent

Dated 26 May 2005 as amended and restated pursuant to a supplemental agreement dated [●] 2005

## Bond

1

Subject to Completion, Dated February 14, 2006

**OFFERING MEMORANDUM** CONFIDENTIAL

**WIND**  
Wind Acquisition Finance S.A.  
€250,000,000  
(in a combination of euro and U.S. dollars)  
**9 3/4% € Senior Notes due 2015**  
**10 3/4% \$ Senior Notes due 2015**  
Guaranteed by Wind Acquisition Finance S.p.A.

Wind Acquisition Finance S.A., incorporated as a public limited liability company (società a responsabilità limitata) under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg, having its registered office at 45, boulevard Grande-Duchesse Charlotte, L-1333 Luxembourg and registered with the Luxembourg trade and companies register under number B. 300.824 (the "Issuer") and owned 73% by a charitable trust and 27% by Wind Acquisition Finance S.p.A., a società per azioni incorporated and existing under the laws of Italy (the "Company"), is offering €250,000,000 aggregate principal amount of its 9 3/4% Senior Notes due 2015 (the "Euro Notes") and \$250,000,000 aggregate principal amount of its 10 3/4% Senior Notes due 2015 (the "Dollar Notes," and together with the Euro Notes, the "Additional Notes"). The Additional Notes are being offered as additional notes under an indenture pursuant to which, on November 28, 2005, the Issuer issued \$25,000,000 aggregate principal amount of 9 3/4% Senior Notes due 2015 and \$500,000,000 aggregate principal amount of 10 3/4% Senior Notes due 2015 (collectively, the "Original Notes" and together with the Additional Notes, the "Notes"). The Additional Notes and the Original Notes will be treated as a single class for all purposes under the indenture including, without limitation, waivers, amendments, redemptions and offers to purchase. The Issuer will pay interest on the Notes semi-annually on each June 1 and December 1, commencing June 1, 2006. Prior to December 1, 2009, the Issuer will be entitled as its option to redeem all or a portion of the Notes by paying a "make-whole" premium. As any time on or after December 1, 2010, the Issuer may redeem all or part of the Notes by paying a specified premium to you. In addition, prior to December 1, 2008, the Issuer may redeem up to 35% of the Notes with the net proceeds from certain equity offerings. If the Issuer or the Company undergoes a change of control or sells certain of its assets, the Issuer may be required to offer to purchase the Notes from you. In the event of certain developments affecting taxation, the Issuer may redeem all, but not less than all, of the Notes.

The Original Notes are, and the Additional Notes will be, senior debt of the Issuer and will rank pari passu in right of payment to all of the Issuer's existing and future senior indebtedness. The Original Notes are, and the Additional Notes will be, initially guaranteed by the Company and, upon completion of the merger of the Company with and into Wind Telecomunicazioni S.p.A. ("Wind") as described herein (the "Pre-Closing Merger"), will be guaranteed by Wind. The guarantee by the Company of the obligations of the Issuer under the Original Notes and the Additional Notes are and will be the senior obligations of the Company and, upon completion of the Pre-Closing Merger, the guarantee by Wind of the obligations of the Issuer under the Notes will be the senior subordinated obligations of Wind (the "Note Guarantee").

This offering memorandum includes information on the terms of the Notes and Note Guarantee, including redemption and repurchase price, security, covenants and transfer restrictions.

We have applied to have the Additional Notes admitted to the Official List of the Luxembourg Stock Exchange and for trading on the Euron MTX, the alternative market of the Luxembourg Stock Exchange. The Original Notes have been admitted to the Official List of the Luxembourg Stock Exchange and are admitted for trading on the Euron MTX.

Investing in the Notes involves a high degree of risk. See "Risk Factors" beginning on page 26.

We have not registered the Notes or the Note Guarantee under the U.S. Federal securities laws or the securities laws of any other jurisdiction. The Notes are being offered and sold only to qualified institutional buyers in accordance with Rule 144A under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and to persons outside the United States in accordance with Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933, as amended. See "Notice to Investors" for additional information about eligible offers and transfer restrictions.

	Additional Note Issue Price
Euro Note Issue Price:	%
Dollar Note Issue Price:	%
	In each case, plus accrued interest from (and including)
	November 28, 2005 to (but excluding) the date the Additional Notes are issued.

We expect that the Additional Notes will be delivered in book entry form on or about February 14, 2006, against payment in immediately available funds.

**Deutsche Bank** **ABN AMRO** **Banca IMI**  
John Book-Steading, Lead Manager  
The date of this offering memorandum is February 14, 2006.

T

WIND HY (02.06) Proj: P1152LONDE Job: 06LON1104 Color1: Mblue File: BF1104A.30  
Merrill/London 44(0)20-7422-6100 Page Dim: 8.25" X 10.75" Copy Dim: 40. X 60.

# Argomenti del corso

---

## Valutazione d'azienda

- Discounted Cash Flow
- Calcolo del WACC
- Terminal Value
- Multipli

## Operazioni di M&A

## Strumenti Derivati

# **Tipologia di società e struttura organizzativa**

# I tipi di impresa

---

- Sole proprietorship (impresa individuale)
- Partnership (società di persone)
- Limited Liability Company (società a responsabilità limitata)
- Corporation (società per azioni)

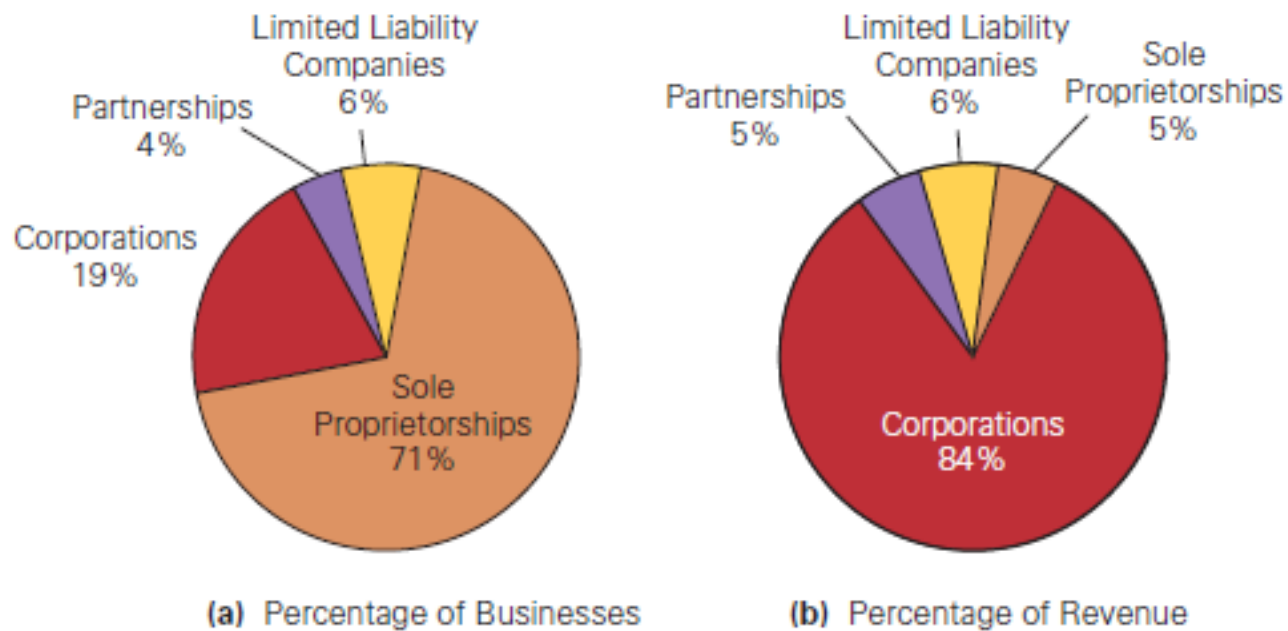
# I tipi di impresa (continua)

---

In Italia possiamo distinguere tra:

- Società di persone:
  - Società semplice (SS)
  - Società in nome collettivo (Snc)
  - Società in accomandita semplice (Sas)
- Società di capitale:
  - Società per azioni (Spa)
  - Società a responsabilità limitata (Srl)
  - Società in accomandita per azioni (Sapa)
  - Società cooperativa

# Tipologia di società negli USA



# Tipologia di società

---

## **Sole Proprietorships / Imprese Individuali:**

- Nessuna separazione tra impresa e proprietario
- Il proprietario ha una responsabilità personale illimitata per le passività dell'impresa
- Non ci possono essere altri soci oltre al proprietario
- Processo relativamente semplice per costituire tale tipologia di impresa
- La vita di tale tipologia di impresa è legata alla vita del proprietario
- Il trasferimento della proprietà di un'impresa individuale è difficile
- Tipologia di società utilizzata per nuove attività e comunque per piccole attività (con il crescere delle dimensioni si cambia di norma tipologia di società)

# Tipologia di società

---

## Partnership / Società di persone:

- Tipologia di società simile a quella precedente con l'eccezione che ci possono essere più proprietari (partners)
- Ciascun proprietario risponde con il proprio patrimonio personale per le passività della società
- Processo relativamente semplice per costituire tale tipologia di società
- Una partnership si liquida con la morte di uno dei partner o con il suo recesso salvo il caso di patti sociali che prevedano alternative
- La **Limited Partnership (società in accomandita semplice)** è una partnership con due tipologie di proprietari: i general partners che hanno gli stessi diritti dei partner di una partnership e i limited partners che non partecipano alla gestione del business e hanno una responsabilità personale limitata alla quota di capitale conferito per le passività della società
- Tipologia di società utilizzata da studi legali (partnership) e fondi di private equity (limited partnership)



# Tipologia di società

---

## Limited Liability Companies (LLC) / Società a Responsabilità Limitata (SRL):

- La responsabilità dei proprietari è limitata alla quota investita nella società
- In Europa si sono affermate due tipologie di LLC
  - Private LLC, ai cui proprietari non è consentito lo scambio di azioni in un mercato regolamentato
  - Public LLC (molto diffusa negli USA), ai cui proprietari è consentito lo scambio di azioni in un mercato regolamentato

# Tipologia di società

---

## Corporation/ Società per Azioni (SPA):

- Netta separazione tra proprietari e società che è una entità legale distinta
- Il capitale sociale è suddiviso in quote rappresentate da **azioni**
- Il proprietario di una quota di azioni è detto **azionista** (shareholder) e ha diritto al pagamento di **dividendi**, ossia somme che la società a propria discrezione paga ai proprio azionisti
- Gli azionisti possono vendere le proprie azioni facilmente
- Facilità di accesso a finanziamenti esterni
- I profitti di una corporation sono tipicamente soggetti ad una tassazione separata rispetto ai proprietari (in caso di dividendi si parla infatti di doppia tassazione)

# Esempio 1.1 del libro

---

## Tassazione degli utili societari

### Problema

Una corporation ottiene un utile di 5 dollari per azione prima delle imposte. Dopo il pagamento delle imposte, distribuisce il resto degli utili agli azionisti sotto forma di dividendo. Per l'azionista il dividendo costituisce un reddito, sul quale occorre quindi pagare le imposte. L'aliquota d'imposta per la corporation è pari al 40%, quella sul reddito da dividendi dell'azionista è pari al 15%. Che cosa rimane degli utili all'azionista, dopo il pagamento di tutte le imposte?

## Esempio 1.1 del libro (continua)

---

### Soluzione

Per prima cosa, la corporation paga le imposte. Ha ottenuto un utile di 5 dollari per azione, ma deve pagare  $0,40 \times \$5 = \$2$  al governo come imposta. Rimangono 3 dollari da distribuire. Tuttavia, su questo importo l'azionista deve pagare  $0,15 \times \$3 = 45$  centesimi come imposta sui dividendi, restano quindi  $\$3 - \$0,45 = \$2,55$  per azione al netto delle imposte. Per l'azionista l'utile dopo le imposte è quindi di  $\$2,55$  sui  $\$5$  originali; i rimanenti  $\$2 + \$0,45 = \$2,45$  sono pagati come imposte. Così, l'aliquota di imposta effettiva totale è  $2,45 / 5 = 49\%$

# Proprietà e controllo della *corporation*

---

## Il *management* della *corporation*

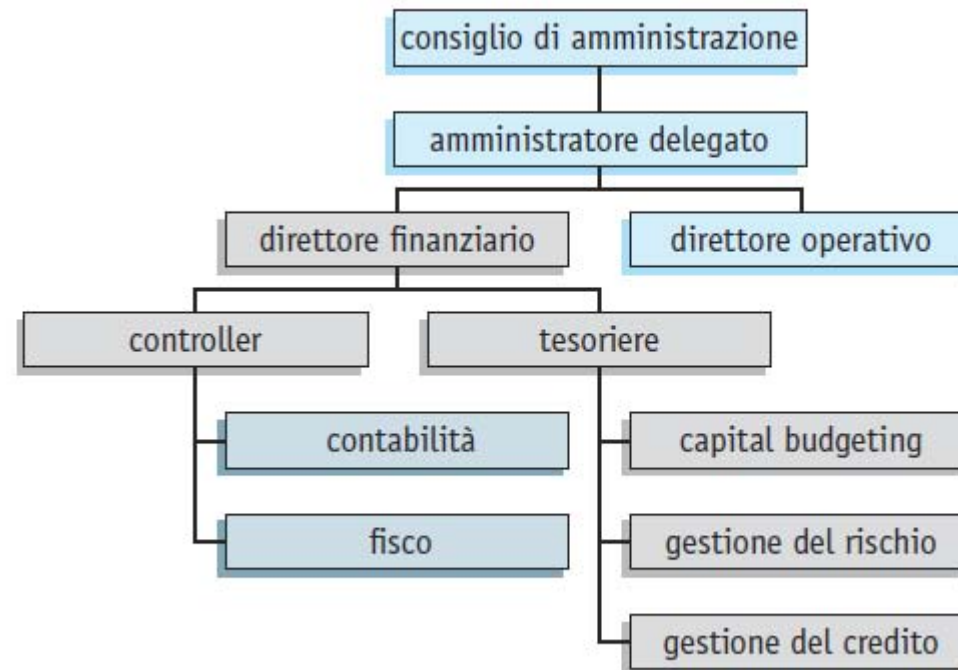
- In una *corporation*, proprietà e controllo sono spesso separati.
- Consiglio di amministrazione
  - Eletto dagli azionisti
  - Detiene l'autorità decisionale
- Amministratore delegato (CEO)
  - Il consiglio generalmente delega le decisioni sulla gestione quotidiana all'amministratore delegato (CEO).

# Organigramma di una tipica *corporation*

FIGURA 1.3

## Organigramma di una tipica *corporation*.

Il consiglio di amministrazione, che rappresenta gli azionisti, controlla la *corporation* e designa l'amministratore delegato, che assume la responsabilità di gestire l'impresa. Il direttore finanziario sovrintende le attività finanziarie dell'impresa, mentre il controller si occupa delle funzioni contabili e fiscali e il tesoriere è responsabile delle attività di capital budgeting, di gestione del rischio e di gestione del credito.



# Proprietà e controllo della corporation (continua)

---

- Obiettivi dell'impresa
  - Tutti gli azionisti concorderanno sul fatto che si sentiranno meglio se il management prende decisioni che aumentano il valore delle loro azioni.
- L'impresa e la società
  - Spesso le decisioni di una corporation che aumentano il valore del capitale proprio dell'impresa vanno a vantaggio della società nel suo complesso.
  - Finché le decisioni di una corporation non vanno a discapito di altri, l'aumento del valore del capitale proprio dell'impresa è un bene per la società nel suo complesso.
  - Diventa un problema quando l'aumento del valore del capitale dell'impresa viene ottenuto a spese di altri.

# Proprietà e controllo della *corporation* (continua)

---

- Etica e incentivi nella *corporation*
  - Il problema di agenzia
    - I manager possono agire nel proprio interesse invece di fare gli interessi degli azionisti.
    - Una potenziale soluzione è quella di legare il compenso dei manager alla *performance* della società.
    - Come si misura la *performance*?



# Proprietà e controllo della *corporation* (continua)

---

- La *performance* del CEO
  - Se un CEO realizza una *performance* scarsa, gli azionisti possono esprimere la propria insoddisfazione vendendo le proprie azioni. Questa pressione di vendita causa una diminuzione del prezzo delle azioni.
  - Acquisizione ostile (*hostile takeover*)
    - Un basso prezzo delle azioni può spingere un *corporate raider* (scalatore) ad acquistare una quota di azioni tale da ottenere il controllo, sufficiente per sostituire il *management* attuale. Il prezzo delle azioni salirà dopo che il nuovo *team* dirigenziale avrà "risanato" la società.

# Proprietà e controllo della *corporation* (continua)

---

- Fallimento delle società
  - Riorganizzazione
  - Liquidazione

# Tipologia di azioni

# Le Azioni

---

**Argomento non trattato nel libro di testo**

L'azione è un titolo rappresentativo di una quota della proprietà di una società. Il titolo conferisce all'investitore (azionista) diritti patrimoniali (il diritto a ricevere gli utili distribuiti dalla società e il patrimonio netto della società stessa, nel caso di liquidazione) e diritti amministrativi (come il diritto di voto nelle assemblee).

L'azione, a differenza dell'obbligazione, non comporta un diritto di credito nei confronti della società emittente; la restituzione del capitale investito può avvenire solo con la vendita dell'azione stessa ad altri investitori, salvo quanto specificato più avanti in ordine al rendimento dell'investimento nel titolo. La liquidabilità dell'investimento sarà più agevole qualora le azioni siano negoziate presso mercati regolamentati.

Le diverse tipologie di azioni si distinguono in relazione ai diritti riconosciuti al sottoscrittore.

Le azioni a voto pieno (diritto di voto nelle assemblee sia ordinarie sia straordinarie; esse hanno diritto al dividendo e al rimborso del capitale in caso di liquidazione; il rimborso, peraltro, avverrà solo dopo quello delle azioni con privilegi di natura patrimoniale (ad esempio: le azioni di risparmio).

Lo statuto della società può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto o con limitazioni al diritto di voto; il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale. In genere, la limitazione del diritto di voto si accompagna a privilegi di natura patrimoniale, e cioè nella distribuzione degli utili e nel rimborso del capitale in caso di liquidazione dell'azienda.

# Azioni ordinarie

---

Argomento non trattato  
nel libro di testo

Il capitale sociale di una società deve sempre presentare azioni ordinarie ovvero azioni aventi diritto di voto sia nelle assemblee ordinarie che in quelle straordinarie.

Le azioni hanno un valore nominale al di sotto del quale non possono essere emesse ed in genere vengono emesse ad un valore superiore a quello nominale ma inferiore a quello di mercato.

La differenza tra il valore nominale e il prezzo di emissione è detto "sovrapprezzo azioni" ed è contabilizzata come riserva dell'equity.

## Valore contabile vs. valore di mercato

Il valore contabile è un indicatore di dati pregressi. Ci dice quanti fondi ha raccolto in passato l'impresa dagli azionisti. Non misura il valore che gli azionisti attribuiscono alle azioni oggi. Il valore di mercato dell'impresa è un indicatore che guarda al futuro, e dipende dai futuri dividendi che gli azionisti si attendono di percepire.

# Azioni ordinarie – Intesa Sanpaolo

Argomento non trattato nel libro di testo



# Azioni ordinarie - Unicredit

Argomento non trattato nel libro di testo



# Azioni ordinarie - Terna

Argomento non trattato nel libro di testo





# Azioni di risparmio

---

Argomento non trattato  
nel libro di testo

Le azioni di risparmio, istituite nel 1974, sono azioni prive del diritto di voto che possono essere emesse solo da società quotate alla Borsa Italiana.

Esse godono tuttavia di maggiori diritti patrimoniali rispetto alle azioni ordinarie, tali privilegi sono declinati nei singoli statuti societari.

In generale hanno:

- Diritto ad un dividendo minimo legale pari al 5% del valore nominale cumulabile per 3 esercizi;
- Il dividendo deve essere maggiorato rispetto al dividendo delle ordinarie di un importo minimo pari al 2% del valore nominale
- Sono senior rispetto alle azioni ordinarie ovvero in caso di fallimento dell'impresa hanno prelazione nel rimborso del capitale

Inoltre sono al portatore e, in concorso con le az privilegiate, non possono superare il 50% del capitale sociale.

# Azioni di risparmio - Telecom

Argomento non trattato nel libro di testo



# Azioni privilegiate

---

Argomento non trattato  
nel libro di testo

Le azioni privilegiate emesse da una società italiana quotata ne attribuiscono una prelazione nella partecipazione agli utili e nel rimborso del capitale in caso di fallimento (fatti salvi i diritti delle az. risparmio).

L'atto costitutivo in genere, di contro, limita solitamente il diritto di voto delle privilegiate alle sole assemblee straordinarie. Il flusso di dividendi distribuito è strettamente correlato a quello distribuito per le azioni ordinarie in quanto i privilegi consistono tipicamente in una prelazione sugli utili fino ad una certa percentuale del valore nominale e ad una eventuale maggiorazione rispetto alle azioni ordinarie. Il loro prezzo in genere incorpora anche un valore per il diritto di voto nelle assemblee straordinarie che quindi le tende a far quotare a sconto rispetto alle ordinarie e a premio rispetto alle risparmio.

Non sono nominative e ad esse spetta il diritto di opzione sull'emissione di nuove azioni.

**Privilegiata a tasso variabile** – Azione privilegiata che paga dividendi variabili secondo i tassi di interesse a breve termine.