



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



I TRE PILASTRI DELL'ADEGUATO ASSETTO ORGANIZZATIVO  
II PARTE Finanza aziendale - secondo modulo

## **OPERAZIONI DI MLBO : RISCHI OD OPPORTUNITA'?** **CASE STUDIES**

**Due casi di MLBO a confronto:  
Seat Pagine Gialle S.p.A ed Autostrade S.p.A.  
Analisi dei fattori di successo ed insuccesso**

**Paola Alessandra Paris**

04 Aprile 2023



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



FONDAZIONE  
COMMERCIALISTI  
ODCEC di MILANO

# SOMMARIO

1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A.

2. Il caso Autostrade S.p.A.



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



# **1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A.**

## **1.1. Introduzione**

## **1.2 Profili storici**

## **1.3. L'operazione di MLBO del 2003**

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## 1.1. Introduzione

### SEAT (Società Elenco Abbonati al Telefono)

- costituzione 23 maggio 1925;
- azionisti: SIP (65%) e Giuseppe Giani (35%)
- tipologia di attività: **mercato delle directory**
  - *insieme di strumenti cartacei, mobili multimediali, per trovare facilmente e velocemente aziende, istituzioni, persone e servizi;*
  - *supporto completo alle imprese per promuovere la propria attività su internet attraverso un network di agenzie multimediali (Webpoint) e un'ampia gamma di strumenti complementari di comunicazione pubblicitaria.*
- caratteristica tipologia attività: alti margini operativi e basso capitale investito, alti rendimenti ed ingenti cash flow.

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## 1.2. Profili storici

Principale iniziale attività: stampaggio e distribuzione elenchi telefonici per il solo nord Italia

Dagli anni cinquanta allargamento sfera geografica: centro-sud Italia.  
Dal 1964 stampa degli elenchi telefonici per la Sip, unico concessionario telefonico italiano

1966 lancio del prodotto più rappresentativo, le "Pagine Gialle" ( con immediato impatto positivo su ricavi e utili)

1997 quotazione in Borsa a Milano

1999 forte espansione economica (boom di internet, [www.virgilio.it](http://www.virgilio.it)).  
Estensione di operatività dal settore dell'annuaristica telefonica a quello dei servizi informativi con utilizzo di piattaforme di erogazione

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## 1.3. L'operazione di MLBO del 2003

Aprile 2003, PRE- MLBO: per isolare business settore directory operazione di scissione proporzionale tra Seat (motori di ricerca), e Telecom Italia Media (TV ed Internet)

### OPERAZIONE DI MLBO:

Cessione di Telecom della partecipazione di maggioranza (62,5%) a società veicolo, newco Silver S.p.A., controllata da altre società con sede in Lussemburgo e partecipata da fondi di private equity.

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

Fondi Private Equity (BC Partners 38,04%, CVC Capital Partners (29,27%), Investitori Permina (26,31%), Alfieri Investitori Associati(5,85%)



Società de Participation Silver S.A. (Lussemburgo)



100%- 1 azione

Sub Silver S.A. (Lussemburgo)



100%

Spy Glass S.p.A. (Italia)



100%

Società-veicolo  
Silver S.p.A



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

Sub Silver S.A. (controllante lussemburghese attraverso Spy Glass S.p.A.), e Fondi Private Equity

Società-veicolo  
Silver S.p.A  
(30/05/2003)

08/08/2003 Acquisizione di 62,5% a € 0,598/azione per n. 5.071.777.870 azioni ordinarie (€ 3 miliardi per il 27% € 0,8 mezzi propri)

Società target  
Seat S.p.A.

*Assenza di  
struttura  
operativa*

*Capitale  
modesto*

*Capitale largamente  
inferiore al prezzo di  
vendita target*

*Finanziamento  
(€ 2,2 miliardi)*

*Rimborso  
finanziamento*

*Solidità  
patrimoniale*

*Redditività  
prospettica  
(multiplatforma-  
ma-carta,  
internet, voce-  
95% mercato)*

Intermediari finanziari  
(Royal Bank of  
Scotland)

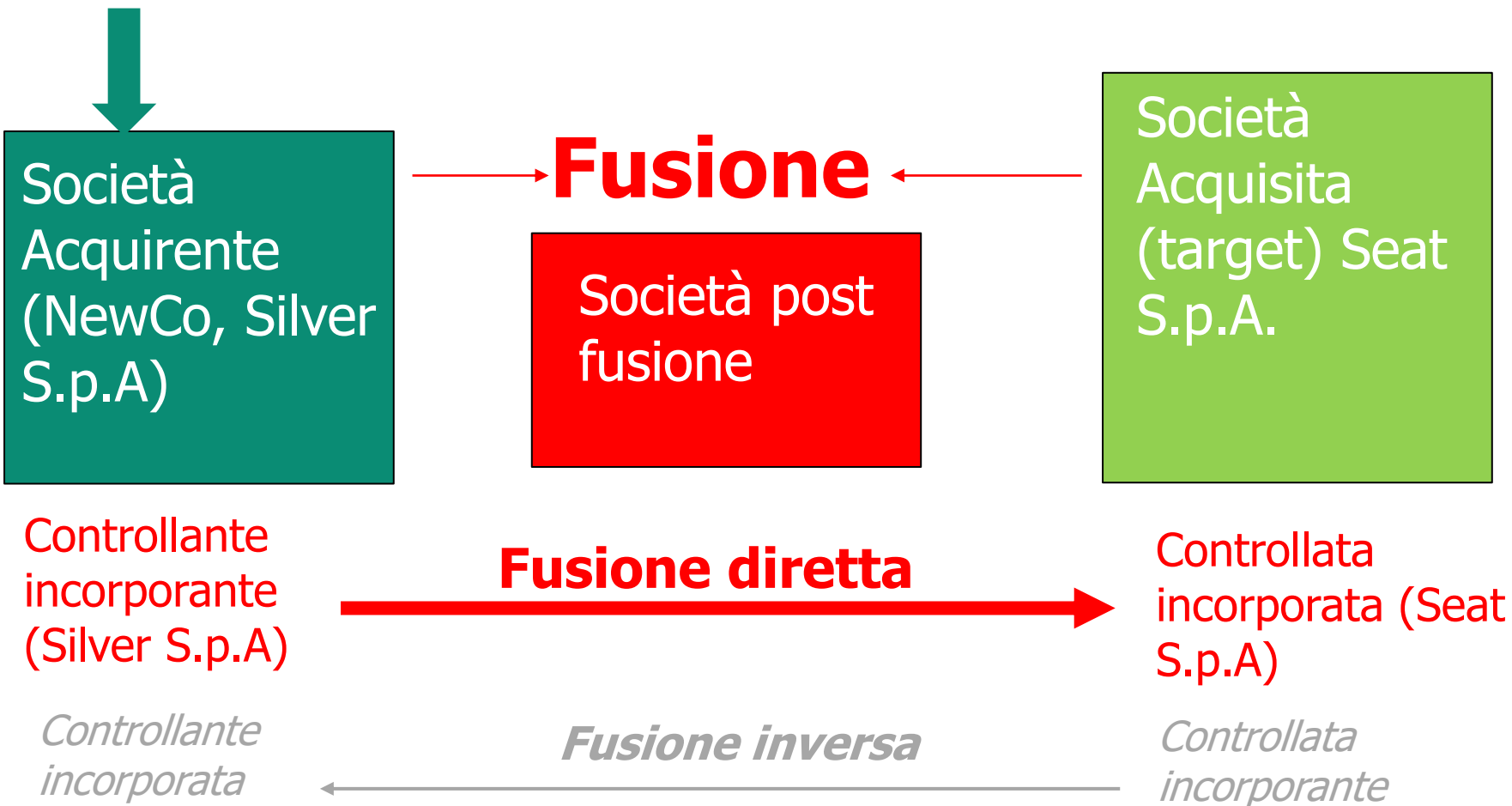


ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

Sub Silver S.A. ....



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

Società-veicolo  
Silver S.p.A



Target Seat Pagine  
Gialle S.p.A



## VALUTAZIONE DELLA TARGET

### Strategia futura di Seat (piano industriale)

Crescita delle vendite attraverso miglioramento nell'offerta di prodotti e servizi ( piuttosto che attraverso taglio dei costi) attraverso due modalità:

- aumento del numero di clienti da pubblicizzare (volume d'affari);
- aumento del ricavo medio per cliente pubblicizzato.

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

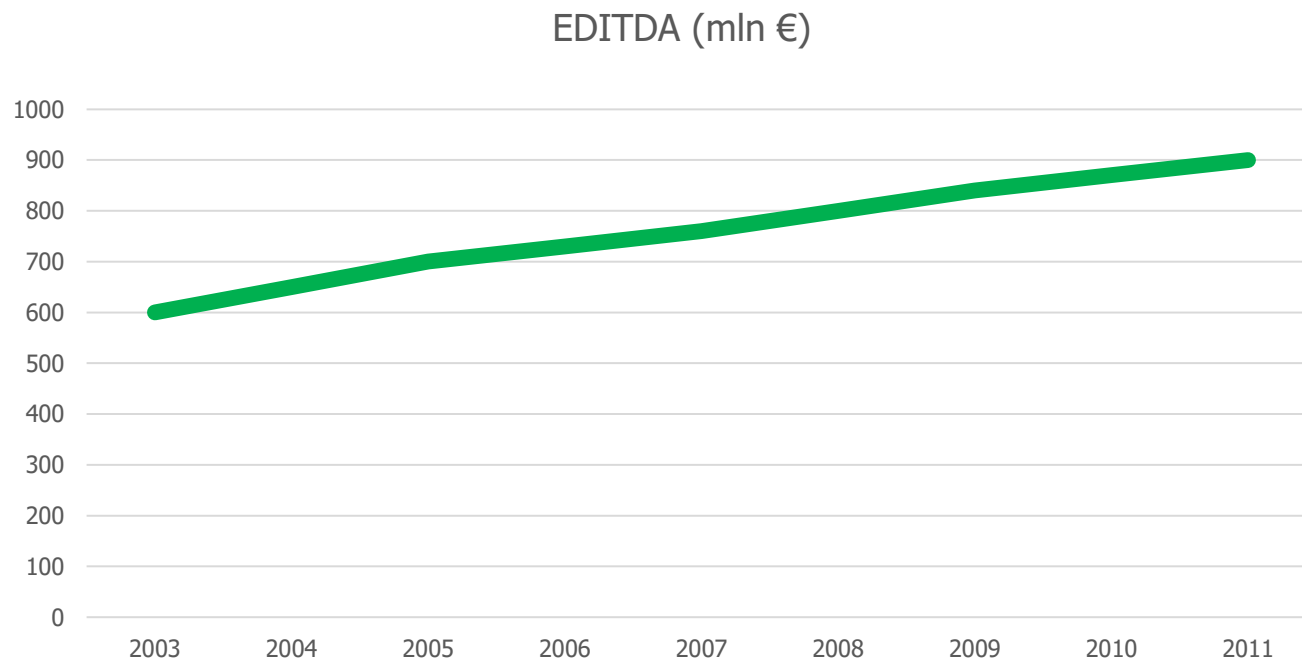
La società godeva di un'eccellente performance finanziaria (alto EBITDA e forte generazione di liquidità)

Analisti concordano con aspettative di crescita di Seat e la valutano 5,65 miliardi di euro nel 2002 (corrisponde a **9 volte l'EBITDA del 2002**).

Valutazione in genere indicata un business in sviluppo (quale si credeva fosse quello di Seat) **che si rivelerà, invece, un business maturo, se non in declino.**

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

EBITDA prospettico al 2003 rilevato sulla base delle valutazioni di quattro importanti advisors (Lehman Brothers, Merrill Lynch, Citigroup e Caboto):



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

Sub Silver S.A.

Società-veicolo  
Silver S.p.A

Società target  
Seat S.p.A

€ 2,2 miliardi  
per acquisizione

Intermediari finanziari  
(Royal Bank of  
Scotland)

Linee di finanziamento per un totale di 4.250 miliardi di Euro e 75 milioni di Sterline, per:

- acquisto da parte di Silver S.A. di partecipazione;
- successiva OPA obbligatoria;
- esigenze di working capital (società e gruppo)

## Caratteristiche finanziamento:

- durata diciotto mesi meno un giorno;
- tassi di interesse applicati, ancorati all'Euribor, in linea con quelli di mercato previsti per operazioni simili;
- garanzia, pegno su azioni di Seat



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## Dupliche fusione per incorporazione:

le due fusioni costituiscono un'operazione inscindibile pertanto pertanto devono essere stipulate contestualmente

- 1) Silver (incorporante) e Seat (incorporata)
- 2) Spyglass (incorporante) e Silver (incorporata), ridenominata **Seat Pagine Gialle S.p.A** e quotata contestualmente in Borsa

Prima delle fusioni viene eseguito un aumento di capitale di pari importo (circa 109 milioni di Euro) sia in Silver S.p.A., sia in Spyglass S.p.A., con un sovrapprezzo tale per cui **il rapporto di concambio di entrambe le fusioni sia di 1 a 1,** così da attuare la fusione con rapporti di cambi unitari (assenza di effetti diluitivi né a carico dell'azionista di maggioranza né a carico degli azionisti terzi di Seat).

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

CATENA

PARTECIPATIVA

SUB SILVER

STATO PATRIMONIALE

ASSET 3.030

DEBT 2.200

EQUITY 830

SEAT

STATO PATRIMONIALE

ASSET 4.900

DEBT 500

EQUITY 4.400

## POST DUPLICE FUSIONE

- debito risulta in capo a Sub Silver, controllante di Seat;
- trasferimento da Sub Silver a Seat di grossa porzione del debito (assunto dai fondi private equity per acquisire la partecipazione di maggioranza di Seat);
- la distribuzione di un dividendo straordinario da parte di Seat (aprile 2004), permette a Sub Silver di rimborsare il debito finanziario;
- per effettuare questa distribuzione, Seat ricorre ad un finanziamento di lungo periodo;
- **il debito verrà trasferito indirettamente da Sub Silver a Seat.**

## Realizzazione dell'operazione di Merger Leveraged buy out



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

*Aprile 2004:*

**1)** Seat Pagine Gialle S.p.A. formalizza l'adesione al contratto di finanziamento a lungo termine (già sottoscritto da Sub Silver) denominato "*€ 2.900.000.000 and £ 75.000.000 Senior Credit Agreement*" con la Royal Bank of Scotland, in sostituzione delle precedenti linee di credito

Il contratto di finanziamento prevede, tra i vari obblighi, come di consueto per operazioni della specie, il rispetto da parte di Seat Pagine Gialle S.p.A. di specifici covenants, verificati trimestralmente e riferiti al mantenimento di determinati rapporti tra:

- i) debito netto ed EBITDA;
- ii) EBITDA e interessi sul debito;
- iii) cash flow e servizio del debito (comprensivo di interessi e quote capitali pagabili in ciascun periodo di riferimento).

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

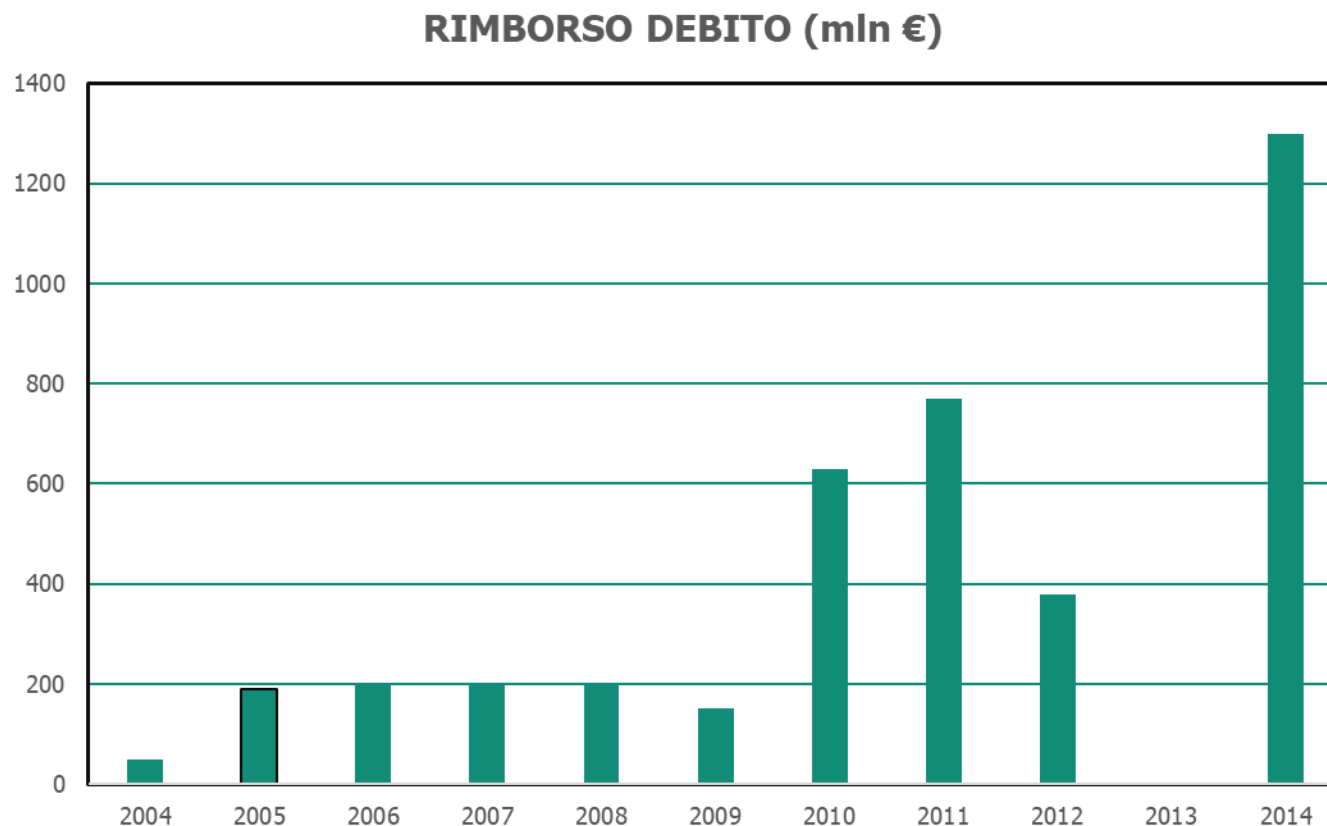
---

2) Seat perfeziona un contratto di finanziamento *denominato "Long Term Subordinated Loan Agreement"*, (per finanziare parte della distribuzione del dividendo straordinario) di 1.300 milioni di Euro con Lighthouse International Company S.A. al tasso fisso dell'8%, della durata di 10 anni, con rimborso in un'unica soluzione alla scadenza



Le prospettive di rimborso del debito di Seat (aprile 2004):

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

La percezione del dividendo distribuito pro quota, permette a Sub Silver di rimborsare completamente il debito assunto e gli interessi ad esso relativi. Attraverso la distribuzione del dividendo, si completa l'operazione di MLBO e l'indebitamento viene assunto in capo a Seat.

La situazione finanziaria e patrimoniale risultante:

| SUB SILVER         |               |
|--------------------|---------------|
| STATO PATRIMONIALE |               |
| ASSET 500          | <b>DEBT 0</b> |
|                    | EQUITY 500    |

| SEAT               |            |
|--------------------|------------|
| STATO PATRIMONIALE |            |
| ASSET 4.700        | DEBT 3.850 |
|                    | EQUITY 850 |

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## Piano Economico Finanziario

**La sostenibilità del debito finanziario** (“Piano Economico Finanziario”, elaborato da Silver con il contributo della società di consulenza strategica Bain & co.) è supportata dalle opinioni di Lehman Brothers, incaricata dal consiglio di amministrazione di Seat di procedere ad una verifica della ragionevolezza delle ipotesi alla base del Piano Economico-Finanziario e della sostenibilità del debito assunto sulla base di tale piano.

Nel piano economico finanziario, il cash flow disponibile al servizio del debito è in grado non solo di soddisfare il fabbisogno connesso con il rimborso del debito ed il pagamento dei relativi interessi ma anche di permette rimborsi anticipati del debito stesso.

# ESEMPIO DI PIANO ECONOMICO FINANZIARIO (ex incarico art.2501 sexies C.C)

| STATO PATRIMONIALE valori espressi in €uro | 2017              |               | 2018              |               | 2019              |               | 2020              |               | 2021              |               |
|--------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| <b>Attivo</b>                              |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |
| Cassa e Banca                              | 5.186.105         | 21,30         | 3.836.730         | 17,96         | 5.056.420         | 23,46         | 6.765.879         | 29,87         | 6.409.727         | 29,71         |
| Crediti                                    | 7.455.556         | 30,62         | 7.604.667         | 35,60         | 7.641.945         | 35,46         | 8.024.042         | 35,42         | 8.104.282         | 37,56         |
| Ratei e risconti                           | 6.837.119         | 28,08         | 5.948.294         | 27,85         | 5.175.015         | 24,01         | 4.502.263         | 19,87         | 3.916.969         | 18,16         |
| Rimanenze finali                           | 959.131           | 3,94          | 962.931           | 4,51          | 973.431           | 4,52          | 985.191           | 4,35          | 993.191           | 4,60          |
| Altri crediti                              | 1.131.781         | 4,65          | 554.493           | 2,60          | 561.746           | 2,61          | 539.339           | 2,38          | 606.338           | 2,81          |
| <b>Attivo corrente</b>                     | <b>21.569.691</b> | <b>88,59</b>  | <b>18.907.114</b> | <b>88,51</b>  | <b>19.408.558</b> | <b>90,06</b>  | <b>20.816.714</b> | <b>91,89</b>  | <b>20.030.508</b> | <b>92,84</b>  |
| Immobilizzazioni materiali                 | 632.052           | 2,60          | 642.052           | 3,01          | 657.052           | 3,05          | 672.052           | 2,97          | 687.052           | 3,18          |
| (Fondo ammortamento)                       | 522.061           | 2,14          | 563.575           | 2,64          | 598.862           | 2,78          | 627.092           | 2,77          | 644.029           | 2,99          |
| Netto                                      | 109.991           | 0,45          | 78.477            | 0,37          | 58.190            | 0,27          | 44.960            | 0,20          | 43.023            | 0,20          |
| Immobilizzazioni immateriali               | 2.935.947         | 12,06         | 2.935.947         | 13,74         | 2.935.947         | 13,62         | 2.935.947         | 12,96         | 2.935.947         | 13,61         |
| (Fondo ammortamento)                       | 312.523           | 1,28          | 604.014           | 2,83          | 895.506           | 4,16          | 1.186.997         | 5,24          | 1.478.489         | 6,85          |
| Netto                                      | 2.623.424         | 10,78         | 2.331.932         | 10,92         | 2.040.441         | 9,47          | 1.748.949         | 7,72          | 1.457.458         | 6,76          |
| Immobilizzazioni Finanziarie               | 43.640            | 0,18          | 43.640            | 0,20          | 43.640            | 0,20          | 43.640            | 0,19          | 43.640            | 0,20          |
|                                            | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>Attivo fisso netto</b>                  | <b>2.777.055</b>  | <b>11,41</b>  | <b>2.454.049</b>  | <b>11,49</b>  | <b>2.142.271</b>  | <b>9,94</b>   | <b>1.837.550</b>  | <b>8,11</b>   | <b>1.544.120</b>  | <b>7,16</b>   |
|                                            |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |
| <b>Attivo netto totale</b>                 | <b>24.346.747</b> | <b>100,00</b> | <b>21.361.163</b> | <b>100,00</b> | <b>21.550.828</b> | <b>100,00</b> | <b>22.654.263</b> | <b>100,00</b> | <b>21.574.628</b> | <b>100,00</b> |
|                                            | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>Passivo</b>                             |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |
| Banche                                     | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| Fornitori                                  | 7.319.885         | 30,07         | 7.467.677         | 34,96         | 7.509.847         | 34,85         | 7.881.504         | 34,79         | 7.961.730         | 36,90         |
| Debiti diversi a breve                     | 6.594.466         | 27,09         | 2.863.340         | 13,40         | 2.851.155         | 13,23         | 2.933.754         | 12,95         | 1.058.606         | 4,91          |
| Ratei e risconti passivi                   | 6.010.948         | 24,69         | 5.890.729         | 27,58         | 5.124.934         | 23,78         | 4.458.693         | 19,68         | 3.879.063         | 17,98         |
| <b>Passivo corrente</b>                    | <b>19.925.298</b> | <b>81,84</b>  | <b>16.221.746</b> | <b>75,94</b>  | <b>15.485.937</b> | <b>71,86</b>  | <b>15.273.951</b> | <b>67,42</b>  | <b>12.899.399</b> | <b>59,79</b>  |
| Mutuo                                      | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| Finanziamento a medio termine              | 750.000           | 3,08          | 250.000           | 1,17          | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| Fondo T.F.R.                               | 690.170           | 2,83          | 797.005           | 3,73          | 907.044           | 4,21          | 1.020.384         | 4,50          | 1.137.124         | 5,27          |
|                                            | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>Passivo consolidato di terzi</b>        | <b>1.440.170</b>  | <b>5,92</b>   | <b>1.047.005</b>  | <b>4,90</b>   | <b>907.044</b>    | <b>4,21</b>   | <b>1.020.384</b>  | <b>4,50</b>   | <b>1.137.124</b>  | <b>5,27</b>   |
|                                            | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>Totale mezzi di terzi</b>               | <b>21.365.469</b> | <b>87,75</b>  | <b>17.268.751</b> | <b>80,84</b>  | <b>16.392.981</b> | <b>76,07</b>  | <b>16.294.335</b> | <b>71,93</b>  | <b>14.036.524</b> | <b>65,06</b>  |
| Capitale sociale                           | 105.000           | 0,43          | 105.000           | 0,49          | 105.000           | 0,49          | 105.000           | 0,46          | 105.000           | 0,49          |
| Riserve e Utili portati a nuovo            | 1.779.951         | 7,31          | 2.876.278         | 13,46         | 3.987.412         | 18,50         | 5.052.847         | 22,30         | 6.254.929         | 28,99         |
| Utile di esercizio                         | 1.096.327         | 4,50          | 1.111.135         | 5,20          | 1.065.435         | 4,94          | 1.202.081         | 5,31          | 1.178.176         | 5,46          |
|                                            | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>Totale mezzi propri</b>                 | <b>2.981.278</b>  | <b>12,25</b>  | <b>4.092.412</b>  | <b>19,16</b>  | <b>5.157.847</b>  | <b>23,93</b>  | <b>6.359.929</b>  | <b>28,07</b>  | <b>7.538.104</b>  | <b>34,94</b>  |
|                                            |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |                   |               |
| <b>Totale a pareggio</b>                   | <b>24.346.747</b> | <b>100,00</b> | <b>21.361.163</b> | <b>100,00</b> | <b>21.550.828</b> | <b>100,00</b> | <b>22.654.263</b> | <b>100,00</b> | <b>21.574.628</b> | <b>100,00</b> |

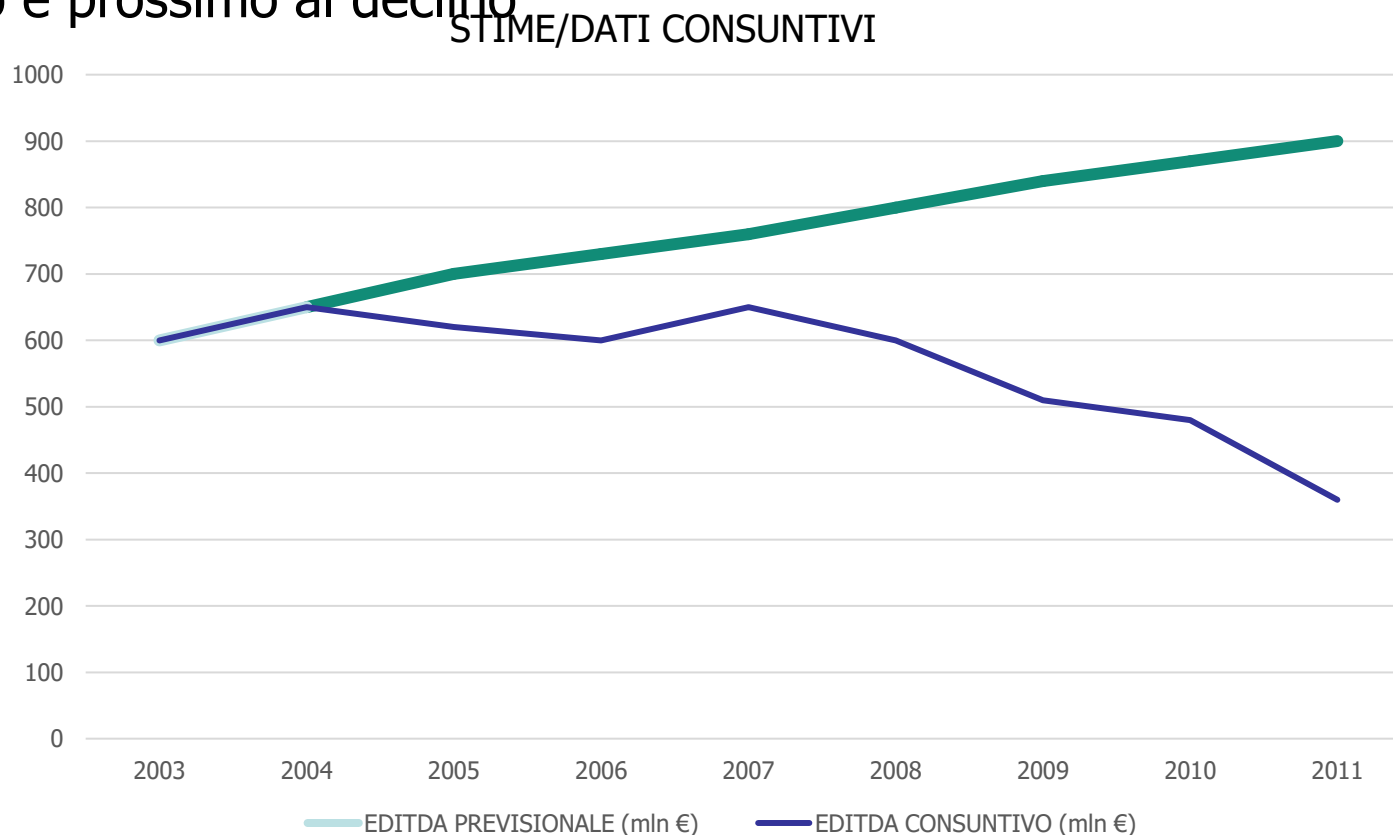
| CONTO ECONOMICO valori espressi in €uro    | 2017              |               | 2018              |               | 2.019,00          |               | 2020              |               | 2021              |               |
|--------------------------------------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|                                            | €uro              | Inc. %        | €uro              | Inc. %        | €uro              | Inc. %        | €uro              | Inc. %        | €uro              | Inc. %        |
| Ricavi Wellcomm Engineering                | 20.000.000        | 99,74         | 20.400.000        | 99,71         | 20.500.001        | 99,66         | 21.525.001        | 99,65         | 21.740.251        | 99,65         |
| Altri ricavi                               | 50.000            | 0,25          | 55.000            | 0,27          | 58.850            | 0,29          | 63.558            | 0,29          | 68.643            | 0,31          |
| <b>Fatturato</b>                           | <b>20.050.000</b> | <b>99,99</b>  | <b>20.455.000</b> | <b>99,98</b>  | <b>20.558.851</b> | <b>99,95</b>  | <b>21.588.559</b> | <b>99,95</b>  | <b>21.808.893</b> | <b>99,96</b>  |
| Variazione magazzino                       | 3.000             | 0,01          | 3.800             | 0,02          | 10.500            | 0,05          | 11.760            | 0,05          | 8.000             | 0,04          |
| <b>Produzione dell'esercizio</b>           | <b>20.053.000</b> | <b>100,00</b> | <b>20.458.800</b> | <b>100,00</b> | <b>20.569.351</b> | <b>100,00</b> | <b>21.600.319</b> | <b>100,00</b> | <b>21.816.893</b> | <b>100,00</b> |
| <b>Costi di produzione</b>                 | <b>14.289.317</b> | <b>71,26</b>  | <b>14.575.041</b> | <b>71,24</b>  | <b>14.652.880</b> | <b>71,24</b>  | <b>15.378.784</b> | <b>71,20</b>  | <b>15.531.275</b> | <b>71,19</b>  |
| Acquisti di Merci destinate alla rivendita | 7.140.873         | 35,61         | 7.285.379         | 35,61         | 7.324.746         | 35,61         | 7.691.874         | 35,61         | 7.768.996         | 35,61         |
| Altri costi di servizi per la produzione   | 6.978.444         | 34,80         | 7.119.662         | 34,80         | 7.158.134         | 34,80         | 7.516.911         | 34,80         | 7.592.279         | 34,80         |
| Affitti e Leasing                          | 170.000           | 0,85          | 170.000           | 0,83          | 170.000           | 0,83          | 170.000           | 0,79          | 170.000           | 0,78          |
| <b>Margine Lordo industriale</b>           | <b>5.763.683</b>  | <b>28,74</b>  | <b>5.883.759</b>  | <b>28,76</b>  | <b>5.916.471</b>  | <b>28,76</b>  | <b>6.221.534</b>  | <b>28,80</b>  | <b>6.285.619</b>  | <b>28,81</b>  |
| Stipendi tecnici/consulenze tecniche       | 2.506.625         | 12,50         | 2.581.824         | 12,62         | 2.659.278         | 12,93         | 2.739.057         | 12,68         | 2.821.229         | 12,93         |
| Ammortamenti Materiali                     | 46.127            | 0,23          | 41.514            | 0,20          | 35.287            | 0,17          | 28.230            | 0,13          | 16.938            | 0,08          |
| <b>Margine Operativo Lordo</b>             | <b>3.210.931</b>  | <b>16,01</b>  | <b>3.260.421</b>  | <b>15,94</b>  | <b>3.221.905</b>  | <b>15,66</b>  | <b>3.454.248</b>  | <b>15,99</b>  | <b>3.447.453</b>  | <b>15,80</b>  |
| Spese per servizi                          | 1.188.892         | 5,93          | 1.212.669         | 5,93          | 1.236.923         | 6,01          | 1.261.661         | 5,84          | 1.286.895         | 5,90          |
| Acc.to svalutazione Crediti                | 40.614            | 0,20          | 42.645            | 0,21          | 44.777            | 0,22          | 47.016            | 0,22          | 49.367            | 0,23          |
| Ammortamenti immateriali                   | 291.625           | 1,45          | 291.492           | 1,42          | 291.492           | 1,42          | 291.492           | 1,35          | 291.492           | 1,34          |
| Oneri diversi                              | 43.387            | 0,22          | 44.689            | 0,22          | 46.029            | 0,22          | 47.410            | 0,22          | 48.832            | 0,22          |
| <b>Risultato Operativo</b>                 | <b>1.646.414</b>  | <b>8,21</b>   | <b>1.668.927</b>  | <b>8,16</b>   | <b>1.602.685</b>  | <b>7,79</b>   | <b>1.806.669</b>  | <b>8,36</b>   | <b>1.770.867</b>  | <b>8,12</b>   |
| Gestione finanziaria                       | 4.406             | 0,02          | 3.954             | 0,02          | 2.089             | 0,01          | 1.750             | 0,01          | 1.925             | 0,01          |
| Gestione straordinaria                     | -                 | 0,00          | -                 | 0,00          | -                 | -             | -                 | 0,00          | -                 | 0,00          |
| <b>Risultato al lordo imposte</b>          | <b>1.650.820</b>  | <b>8,23</b>   | <b>1.672.881</b>  | <b>8,18</b>   | <b>1.604.774</b>  | <b>7,80</b>   | <b>1.808.419</b>  | <b>8,37</b>   | <b>1.772.792</b>  | <b>8,13</b>   |
| IRES                                       | 478.738           | 2,39          | 485.135           | 2,37          | 465.384           | 2,26          | 524.442           | 2,43          | 514.110           | 2,36          |
| IRAP                                       | 75.755            | 0,38          | 76.611            | 0,37          | 73.954            | 0,36          | 81.897            | 0,38          | 80.507            | 0,37          |
| <b>Utile netto dell'esercizio</b>          | <b>1.096.327</b>  | <b>5,47</b>   | <b>1.111.135</b>  | <b>5,43</b>   | <b>1.065.435</b>  | <b>5,18</b>   | <b>1.202.081</b>  | <b>5,57</b>   | <b>1.178.176</b>  | <b>5,40</b>   |

| Valori espressi in €uro                                            |          |                  |                  |                  |                  |                  |
|--------------------------------------------------------------------|----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Dinamica Finanziaria                                               |          |                  |                  |                  |                  |                  |
|                                                                    |          | 2.017            | 2.018            | 2.019            | 2.020            | 2.021            |
|                                                                    |          | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>Conti bancari all'inizio dell'esercizio</b>                     |          | <b>5.556.982</b> | <b>5.186.105</b> | <b>3.836.730</b> | <b>5.056.420</b> | <b>6.765.879</b> |
| Utile netto dell'esercizio                                         |          | 1.096.327        | 1.111.135        | 1.065.435        | 1.202.081        | 1.178.176        |
| Rettifiche per voci che non hanno avuto effetto sulla liquidità    |          | 2.908.822        | -                | -                | -                | -                |
| Ammortamento dell'esercizio                                        |          | 337.751          | 333.006          | 326.779          | 319.721          | 308.429          |
| Variazione crediti                                                 | -        | 885.062          | 428.177          | - 44.531         | - 359.690        | - 147.240        |
| Variazione magazzino                                               | -        | 3.000            | - 3.800          | - 10.500         | - 11.760         | - 8.000          |
| risconti attivi                                                    | -        | 134.061          | 888.825          | 773.278          | 672.752          | 585.294          |
| Variazione fornitori                                               | -        | 1.245.091        | 147.793          | 42.170           | 371.657          | 80.226           |
| Variazione debiti diversi a breve                                  | -        | 545.445          | - 3.731.126      | - 12.184         | 82.598           | - 1.875.147      |
| Variazione ratei passivi                                           | -        | 175.076          | - 120.219        | - 765.795        | - 666.241        | - 579.630        |
| Indennità di anzianità dell'esercizio                              | -        | 103.722          | 106.834          | 110.039          | 113.340          | 116.740          |
| <b>Liquidità generata dalla gestione reddituale dell'esercizio</b> |          | <b>1.809.039</b> | <b>- 839.375</b> | <b>1.484.691</b> | <b>1.724.458</b> | <b>- 341.152</b> |
| Aumento (dimin.) debiti verso fornitori per immobilizzazioni       |          | -                | -                | -                | -                | -                |
| Finanziamento Medio lungo termine                                  |          | 750.000          | - 500.000        | - 250.000        | -                | -                |
| Dividendi pagati                                                   |          | -                | -                | -                | -                | -                |
| Aumento capitale                                                   |          | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>Totale</b>                                                      |          | <b>750.000</b>   | <b>- 500.000</b> | <b>- 250.000</b> | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| <b>Impieghi di liquidità</b>                                       |          | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Acquisti cespiti patrimoniali e immobilizzi in genere              | -        | 2.929.916        | - 10.000         | - 15.000         | - 15.000         | - 15.000         |
| altri Investimenti di medio lungo                                  | -        | -                | -                | -                | -                | -                |
| Pagamento Debiti acquisto Azioni                                   | -        | -                | -                | -                | -                | -                |
| Investimenti (disinvestimenti) in immobilizzazioni finanziarie     | -        | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>Totale</b>                                                      | <b>-</b> | <b>2.929.916</b> | <b>- 10.000</b>  | <b>- 15.000</b>  | <b>- 15.000</b>  | <b>- 15.000</b>  |
|                                                                    |          | -                | -                | -                | -                | -                |
|                                                                    |          | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>Conti bancari alla fine dell'esercizio</b>                      |          | <b>5.186.105</b> | <b>3.836.730</b> | <b>5.056.420</b> | <b>6.765.879</b> | <b>6.409.727</b> |

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

## DALLE STIME ALLA REALTA'

Piani industriali, economici e finanziari non realistici: il settore è maturo e prossimo al declino



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

Insostenibilità patrimoniale e finanziaria prospettica porta nel 2011 a difficoltà nel far fronte agli impegni finanziari a breve e nel pagare gli oneri finanziari, con restituzione del debito in misura molto minore a quanto stimato.

Nel settembre del 2011 Seat entra anche nella black list della Consob, che implica la comunicazione mensile della posizione finanziaria netta.

6 settembre 2012: piano di ristrutturazione finanziaria

6 febbraio 2013, domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo

# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

**18 Giugno 2020:**

**Tribunale di Torino ha assolto l'ex presidente, l'ex AD, gli ex membri del Cda e del collegio sindacale di Seat Pagine Gialle dal 2003 al 2004, imputati di bancarotta fraudolenta per il fallimento della società.**

**Al centro del processo vi erano le operazioni straordinarie effettuate all'epoca e la distribuzione di un dividendo da oltre 3,5 miliardi di euro nel 2004. Operazioni che secondo l'accusa avrebbero causato una "insostenibile" esposizione finanziaria, che condusse poi la società all'ammissione al concordato preventivo nel 2013.**



# 1. Il caso Seat Pagine Gialle S.p.A

---

## FATTORI DI INSUCCESSO

### 1) POSIZIONE FINANZIARIA:

richiesta del socio Sub Silver di procedere alla distribuzione di un maxi dividendo di ben 3 miliardi, azzerando la riserva sovrapprezzo azioni e depauperando la società. Di fatto, i fondi di private equity invece di utilizzare il controllo ottenuto su Seat PG grazie all'operazione di MLBO per effettuare investimenti e far crescere la società, hanno utilizzato il loro controllo per prosciugarne le risorse, intasandosi un dividendo di dimensioni tali, da permettere sì di rimborsare il debito contratto per l'acquisto delle partecipazioni di Seat (circa 2 miliardi), ma anche da permettergli di intascare ingenti risorse. Pertanto, più che l'indebitamento originato dall'operazione, è stato il comportamento dei fondi di private equity a generare una situazione debitoria di entità tale da risultare poi non rimborsabile.

### 2) PIANO INDUSTRIALE

L'altra causa dell'insuccesso dell'operazione sono le prospettive in base alle quali è stato assunto l'indebitamento; aspettative che non si sono concretizzate. Il business dell'editoria cartacea è divenuto sempre più obsoleto e meno redditizio negli anni a seguire, spiazzato dalla progressiva migrazione dei servizi di natura informativa su internet. Le aspettative di Seat sono state quindi presto deluse quando il business non si è rivelato in sviluppo ma in declino, con ricavi che stentavano a decollare.



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



## 2. Il caso Autostrade S.p.A.

### 2.1. Introduzione

### 2.2 Profili storici

### 2.3. L'operazione di MLBO del 2003

# 1. Il caso Autostrade

---

## 1.1. Introduzione

- Costituzione società pubblica nel 1950 (IRI);
- denominazione Società Autostrade Concessioni e Costruzioni S.p.A.;
- attività: partecipazione insieme ad altri gruppi industriali alla ricostruzione post bellica dell'Italia;
- 1956 prima Convenzione tra ANAS la Società Autostrade per costruzione e gestione Autostrada del Sole inaugurata nel 1964.

# 1. Il caso Autostrade

---

## 1.2. Profili storici

- 2000: lo Stato cede, tramite gara, circa il 30% delle azioni della società ad un soggetto imprenditoriale (Società Schema 28 S.p.A.) che garantisce stabilità gestionale;
- il restante 70% del capitale viene collocato tra il pubblico attraverso un'offerta pubblica di vendita (OPV);
- attività è la gestione diretta e tramite società controllate delle autostrade e trafori a pedaggio.

# 1. Il caso Autostrade

---

## 1.3. L'operazione di MLBO del 2003

La società Schema 28 S.p.A, dopo qualche anno di gestione, decide, nel febbraio 2003, di lanciare un'offerta pubblica di acquisto per incrementare il numero di azioni possedute. Il lancio dell'OPA seguendo lo schema tipico delle operazioni di MLBO, viene lanciato da una società veicolo appositamente costituita denominata NewCo28.

L'offerente NewCo28 reperisce le risorse finanziarie necessarie per l'acquisto delle azioni quasi integralmente dal sistema creditizio, con garanzie di pegno sulle azioni della società obiettivo ACC acquistate a seguito dell'OPA.

L'offerta pubblica di acquisto ha successo e permette di acquisire il 54% del capitale di ACC.

# 1. Il caso Autostrade

## Schema 28 S.p.A.

Società-veicolo  
NewCo28 S.p.A.

Azioni ordinarie flottante a €  
0,52/azione (€ 6.459 milioni)  
Ottenuto 54,08% capitale sociale.

Società target  
ACC S.p.A.

Finanziamento  
(€ 9.200 mil.)

Rimborso  
finanziamento

“Coordinating Banks”: Mediobanca,  
Banca di Credito Finanziario S.p.A. e  
UniCredit Banca.

Riorganizzazione:  
«PROGETTO  
MEDITERRANEO»

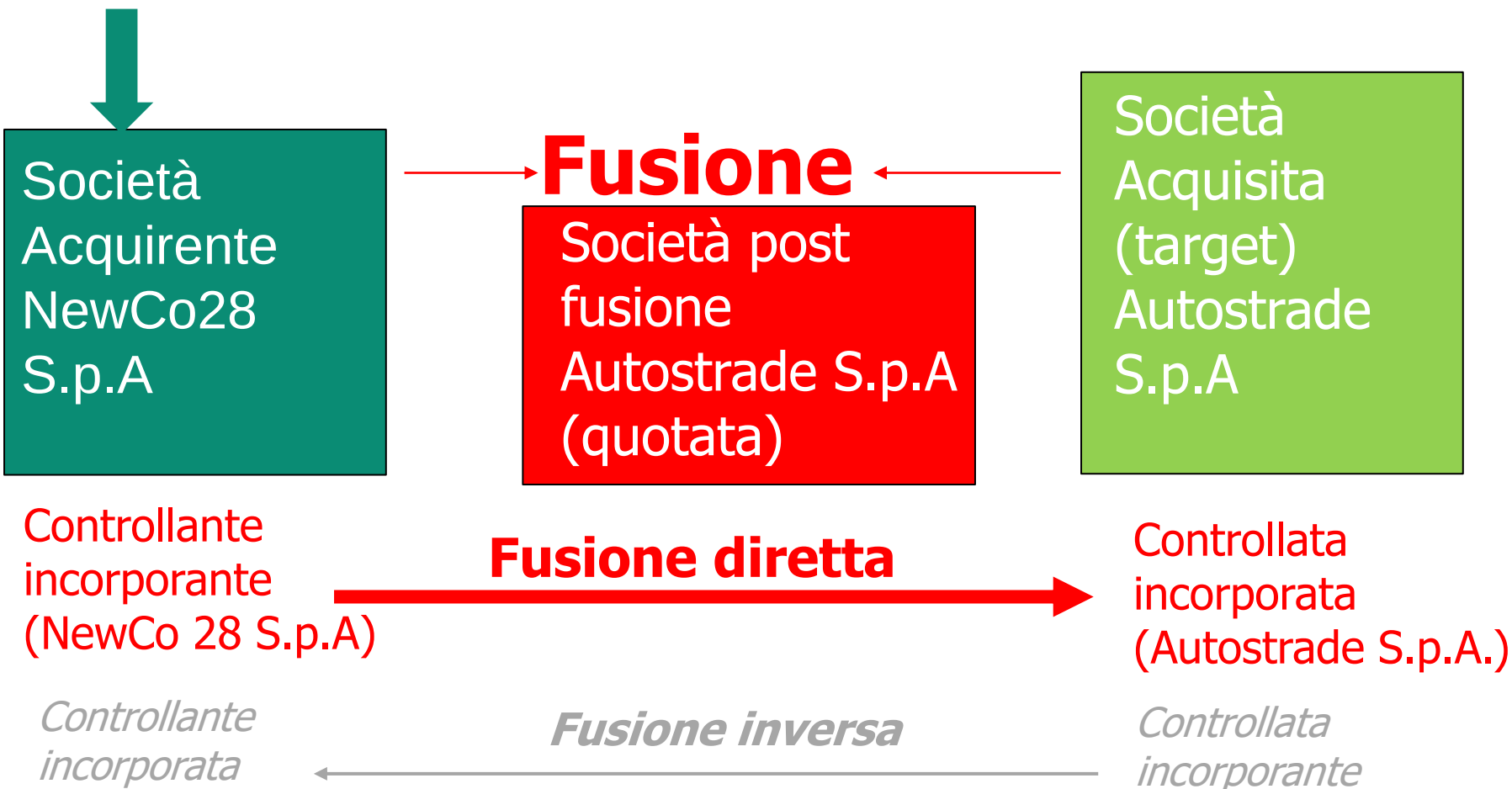
Scorporo attività concessorie  
a neocostituita Autostrade  
per l'Italia S.p.A (controllata  
al 100%)

ACC diventa Autostrade  
S.p.A : attività holding di  
partecipazione



# 1. Il caso Autostrade

Schema 28 S.p.A



# 1. Il caso Autostrade

---

Società-veicolo  
NewCo28  
S.p.A



Target Autostrade  
S.p.A

L'indebitamento finanziario netto del gruppo Autostrade al 31/12/2003 ammonta a 8.319 milioni di euro, pari a 5,2 volte l'EBITDA dell'esercizio, in linea con la media dei principali operatori europei quotati.

**Strategia perseguita = fattori di successo**

## 2. Il caso Autostrade

---

### **1) Allocazione del debito al livello delle attività operative con maggiore capacità di generazione di flussi di cassa.**

Autostrade per l'Italia ha distribuito parte delle riserve disponibili ad Autostrade S.p.A.. In questo modo la capogruppo ha estinto l'indebitamento derivante dall'operazione di MLBO e lo ha trasferito alla controllata a cui è affidata la gestione dell'attività operativa e che quindi ha una generazione di flussi di cassa superiore: Autostrade per l'Italia. Quest'ultima ha dovuto contrarre un finanziamento di lungo periodo per procedere alla distribuzione della riserva, di conseguenza si è realizzato il trasferimento dell'indebitamento.

## 2. Il caso Autostrade

---

### **2) Attribuzione della gestione della tesoreria del gruppo alla holding Autostrade S.p.A.**

Quest'operazione è importante perché la capogruppo è una società quotata, pertanto sarà più facile per lei reperire risorse sul mercato dei capitali e rendere la gestione delle risorse finanziarie più flessibile. Per realizzare questa fase, Autostrade acquista il credito che le banche vantano nei confronti di Autostrade per l'Italia (e che è stato contratto per la realizzazione del primo punto del piano) e lo converte in un finanziamento infragruppo, caratterizzato da condizioni e termini meno stringenti. Per acquistare il credito Autostrade ottiene a sua volta un finanziamento, che si differenzia dal debito derivante dall'operazione di MLBO perché è strutturato in modo tale da ottimizzare un eventuale rifinanziamento del debito mediante ricorso al mercato obbligazionario.

## 2. Il caso Autostrade

---

### 3) Piano industriale

#### 1) CARATTERISTICHE DEL SETTORE: RICAVI STABILI

Generazione di flussi di cassa stabili e prevedibili grazie all'imposizione di tariffe, i cui criteri di calcolo sono stabiliti dalla specifica normativa di settore che viene poi recepita nelle convenzioni stipulate con ANAS. I ricavi sono di fatto sottratti al gioco del mercato poiché risultano determinati su uno specifico schema tariffario. Tali tariffe, inoltre, sono soggette ad adeguamenti calcolati annualmente che tengono conto di fattori indicativi dell'andamento dell'economia italiana, tra cui per esempio l'inflazione

#### 2) RIDUZIONE COSTI OPERATIVI

Un ulteriore aiuto sul piano economico è arrivato dall'attuazione del processo di automazione del pagamento dei pedaggi autostradali, che ha permesso al management di ridurre i costi operativi sensibilmente e, quindi, di creare margini di guadagno più elevati

# 1. Il caso Autostrade

---

## 3) INVESTIMENTI

Autostrade ha saputo anche pianificare e attuare un piano di investimenti notevole, che si è sviluppato non solo in Italia ma anche in Europa, in particolar modo in Francia, e in aree internazionali, come Brasile, Cile, India e Polonia. I principali investimenti previsti dal gruppo sono risultati completati quando, nel 2010, vi era la necessità di fronteggiare i rimborsi dei finanziamenti stipulati di entità più rilevante. In questo modo è stato possibile sfruttare a pieno gli investimenti realizzati per generare risorse da destinare alla riduzione dell'indebitamento.