



Dipartimento di *Economia e Management*
Cattedra di *Economia dei mercati e degli intermediari finanziari*

Il processo di M&A applicato al contesto
regolamentato: Il caso Terna

Relatore

Prof. Alfredo Pallini

Candidato

Francesco Di Gianfilippo

Matr. 189281

Anno accademico 2016/2017

Indice

Introduzione.....	3
Capitolo 1: Le operazioni di M&A.....	5
1.1. Lineamenti e motivazioni strategiche.....	5
1.2. Tipologie di M&A.....	10
1.2.1. M&A Societaria.....	10
1.2.2. Acquisizione asset.....	10
1.3. Il processo di M&A.....	12
1.3.1. Primo contatto e lettera d'intenti.....	13
1.3.2. Due diligence e data room.....	15
1.3.3. Analisi del valore.....	18
1.3.3.1. Sensitivity.....	23
1.3.3.2. Valutazione opzioni reali.....	24
1.3.3.3. Valutazione sinergie.....	26
1.3.3.4. Valutazione aspetti fiscali e contabili.....	27
1.3.4. Contrattazione e signing preliminare.....	29
1.3.4.1. Contratto di acquisizione.....	31
1.3.4.2. Rilascio informazioni sul mercato.....	32
1.3.5. Closing.....	32
1.3.6. Integrazione.....	32
1.4. Ulteriori elementi sulle operazioni di M&A societaria.....	33
1.4.1. Differenze di valore e acquisition premium.....	34
1.4.2. Stock for stock acquisition.....	36
1.4.3. Aspetti contabili distorsivi.....	38
Capitolo 2: Il business di Terna e le operazioni di M&A nel contesto regolamentato.....	41
2.1. Il ruolo di Terna nel mercato elettrico.....	41
2.2. Company overview.....	43
2.2.1. Breve storia e prospettive future.....	43
2.2.2. Composizione del gruppo Terna.....	44
2.2.3. Assetto economico-finanziario.....	46
2.3. Regolazione del settore elettrico.....	47
2.3.1. Tariffe dei servizi elettrici.....	47
2.3.2. Piano di Sviluppo della Rete di Trasmissione Nazionale (RTN).....	50
2.3.3. Iter acquisizioni per ampliamento della RTN.....	52
2.3.4. Pricing operazioni di M&A nel contesto regolamentato...53	
2.4. Caso pratico: Valutazione asset in acquisizione da Terna per l'ampliamento della RTN.....	54
Conclusione.....	62
Bibliografia/Sitografia.....	65

Introduzione

Nell'ambito della finanza d'impresa, fra le operazioni straordinarie più rilevanti, figurano quelle di fusioni ed acquisizioni.

Spesso indicate, per gli alti rischi che comportano, come una delle cause aggravanti la recente crisi finanziaria, sono uno strumento che, usato nella maniera giusta, permette di creare valore ottenendo imprese nel complesso più performanti, efficienti ed efficaci nel perseguire la propria mission.

Gli alti rischi impliciti in esse sono infatti derivanti dal concetto di crescita esterna, che carica in brevissimo tempo l'impresa acquirente dell'onere di gestire l'azienda o l'asset acquisito proiettandosi, nel primo caso, in un contesto talvolta differente (diversificazione) o affine, ma comunque non pari, a quello in cui si opera attualmente.

Il tasso di fallimento nel raggiungere le aspettative prospettate a monte delle operazioni di M&A ammonta al 70-90% delle transazioni totali¹: sono fin troppo noti grandi disastri quali in AOL-TimeWarner, il peggiore di sempre, per un valore di 165mld\$, in Daimler-Chrysler, per un valore di 39mld\$ in stock-for-stock², in Sprint-Nextel per 36mld\$, e molti altri.

Una delle regole base della finanza insegna però che ad ingenti rischi sono associate ingenti opportunità, che non sarebbero parimenti raggiungibili attraverso crescita interna, certamente meno rischiosa ma estremamente più lenta, strategicamente complessa e limitata da barriere all'entrata da affrontare nel caso di ingresso in nuovi contesti competitivi.

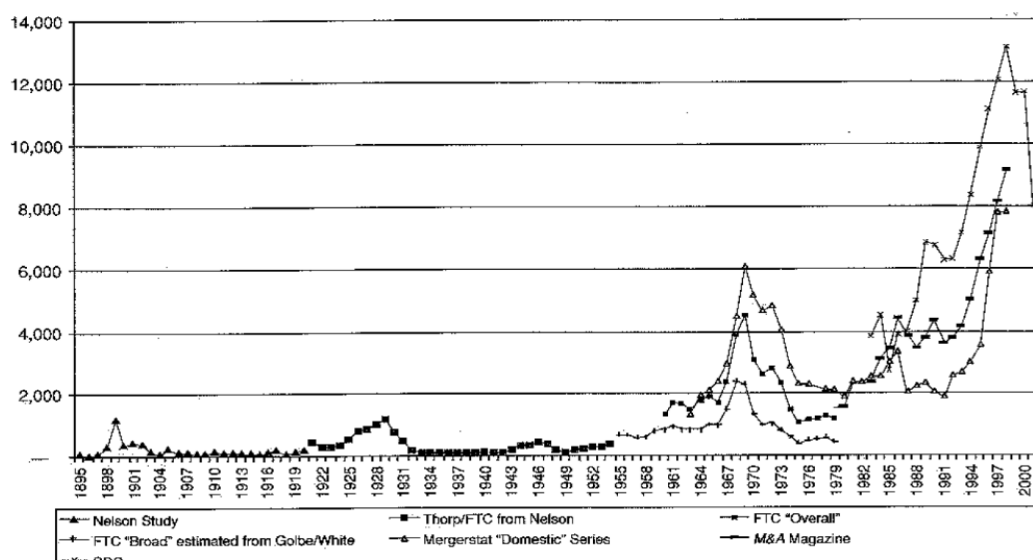
Sono infatti meno note ma altrettanto importanti molte riuscite fusioni che hanno reso grandi aziende leader di settore, quali Vodafone-Mannesman, per un valore di 180,95mld\$, ora leader nel settore delle telecomunicazioni, Exxon-Mobil, per 81mld\$, ora leader nell'industria petrolifera, Glaxo-SmithKLine, per 75,7mld\$, ora leader nel settore farmaceutico, e molte altre.

Nella storia delle transazioni aziendali sono stati individuati, da molteplici studi, alcuni periodi, caratterizzati da sostanziali incrementi di attività in tali operazioni straordinarie, noti come "M&A waves".

¹ Christensen, Alton, Rising, Waldeck, The Big Idea: The New M&A Playbook, HBR, 2011

² Cfr. Ultra pag.35 "Stock for stock acquisitions"

Waves of M&A: Number of Deals per Year (Natural Scale)



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance, 2004

Queste ondate sono caratterizzate da differenti tipologie di M&A: nel periodo 1895-1904 si hanno principalmente fusioni orizzontali; nel 1925-1929 si hanno integrazioni verticali; nel 1965-1970 fusioni di conglomerati e diversificazione, nel 1981-1987 vi sono acquisizioni ostili, LBO e acquisizioni “going-private”; nel 1992-2000 vi sono tutti i tipi di M&A, principalmente in banche e settori high-tech, in risposta alla deregolamentazione e allo sviluppo tecnologico.

Nonostante la tipologia delle transazioni sia diversa, ciò che le accomuna sono le motivazioni che le spingono a combinare tali operazioni nello stesso momento, quali hubris³ del management, manie di mercato, shock dell’industria di riferimento, sopravvalutazione delle azioni, asimmetrie informative, costi di agenzia e molte altre.

Tra le suddette ragioni, la più significativa e razionale è quella degli “shock industriali”⁴: tali mutazioni repentine derivano da cambiamenti inaspettati della domanda, tecnologie disruptive, movimenti rilevanti del mercato dei capitali e modifiche del contesto competitivo di una industria.

Gli shock creano instabilità e quest’ultima crea opportunità per acquisizioni di imprese e di asset: ciò in quanto tali cambiamenti si sostanziano incertezza e volatilità nel valore degli asset interessati e ciò, secondo la teoria delle opzioni reali⁵, incrementa per il management il valore della opzione di acquisizione rispetto a quella di crescita interna.

³ Cfr. Ultra pag.28 “overpricing”

⁴ Estesa da Lambrecht (2002) al contesto delle opzioni reali

⁵ Cfr. Ultra pag.24 “Black e Scholes”

Le operazioni di M&A sono dunque fortemente correlate con rischio e opportunità, dopotutto l'espressione cinese per "crisi" sintetizza alla perfezione tali concetti: "wei ji", rischio e opportunità.

È quindi fondamentale, per ottenere successo nell'attività di M&A, capire l'importanza delle occasioni che tali operazioni creano senza temere il rischio, presente in ogni contesto in cui vi è opportunità, cercando però di mitigarlo attraverso strumenti quali accurate analisi strategiche, due diligence, deal designing, tecniche di hedging, negoziazioni e pianificazione dell'integrazione seguente al deal.

In tale elaborato, alla luce dell'esperienza maturata durante tre mesi di stage nell'ufficio M&A in Terna S.p.A., sarà affrontato inoltre il processo di acquisizione asset nel contesto regolamentato del settore energetico.

La tesi è divisa fondamentalmente in due capitoli: nel primo vi è un'introduzione, corredata di ragioni strategiche e tipologie di M&A; la spiegazione del generico processo di fusioni e acquisizioni, attraverso tutti i suoi passaggi, dal primo contatto alla conclusione del deal e la seguente integrazione, con focus sui modelli di analisi del valore; segue un breve approfondimento su alcuni caratteri rilevanti delle acquisizioni societarie.

Il secondo capitolo riguarda il business di Terna S.p.A., il ruolo della società nel settore, il contesto regolamentato, l'iter di acquisizione seguito nell'ufficio M&A e l'analisi di un caso pratico di acquisizione asset, corredata di business plan e valuation model secondo le metodologie introdotte nel primo capitolo.

Capitolo 1: Le operazioni di M&A

1.1 Lineamenti e motivazioni strategiche

Le operazioni di M&A rappresentano per un'azienda un processo fondamentale necessario per sopravvivere e mantenere il proprio trend di crescita in un ambiente competitivo e dinamico.

Ogni azienda infatti, per ottenere tali obiettivi, si trova di fronte alla scelta strategica fra crescita interna (investimenti allo scopo di incrementare le proprie dimensioni) e crescita esterna.

È l'organo strategico che, avendo a disposizione una visione complessiva e di lungo termine dell'azienda, effettua tale scelta e, in collaborazione con i membri direttivi di ogni funzione e divisione aziendale ed eventuali pareri di società di consulenza,

può sviluppare interesse nei confronti di eventuali società ed asset target e manifestare esigenze di integrazione.

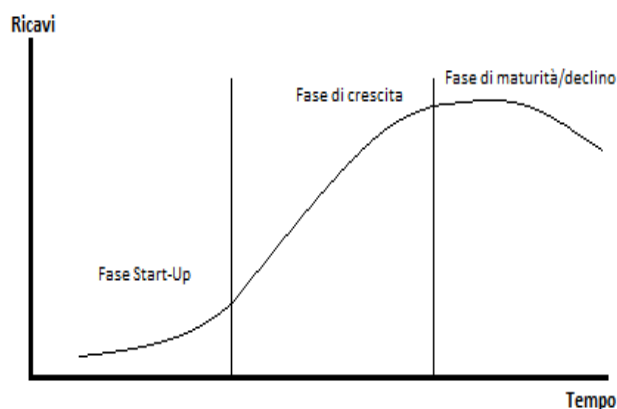
Le operazioni di M&A possono dunque essere gestite internamente alla società in caso siano frequenti, spesso ricorrendo all'aiuto esterno di società di consulenza e, in caso di transazioni molto rilevanti, di banche di investimento.

Tali operazioni coinvolgono ogni organo della società che le avvia: sono designate dall'organo strategico, valutate nelle caratteristiche specifiche degli asset dall'organo tecnico, dirette dall'organo finanziario e negoziate a livello contrattuale insieme all'organo legale.

Un'operazione di M&A societaria può essere motivata da⁶:

- Esigenze di crescita in un periodo di maturità del ciclo di vita dell'impresa:

molte imprese hanno attraversato periodi di forte crescita in passato ma, quando la domanda di prodotti o servizi in un'industria tende a rallentare, i manager di tali imprese, anche sotto pressione degli azionisti, possono decidere di



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance, 2004

mantenere tale trend attraverso acquisizione di aziende in settori in sviluppo.

- Crescita internazionale: ricerca di crescita in nuovi mercati attraverso operazioni di M&A cross-border per sfruttare conoscenze, know-how, impianti, dipendenti e rete di distribuzione già presenti nel territorio, piuttosto che esporsi al rischio di operare in un ambiente poco conosciuto. In tali operazioni è molto rilevante il tasso di cambio, che rappresenta uno dei maggiori rischi: se la valuta dell'acquisita si apprezza, l'acquirente sarà costretto a rivedere in rialzo il prezzo di acquisizione. Alcune ricerche hanno dimostrato come, in media, le imprese acquirenti abbiano beneficiato di rendimenti positivi dopo acquisizioni di imprese estere, anche se tali rendimenti tendono ad essere complessivamente negativi quando l'acquirente ha già sostenuto operazioni di M&A nello stesso stato.⁷

⁶ Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.6, Wiley Finance, 2004

⁷ Jahn Doukas e Nicholas G. Travlos, *The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholder's Wealth*, 1988

- Esigenza di crescita sotto limiti regolatori: alcune imprese non possono crescere nel proprio business in quanto sono sottoposte a vincoli regolatori o dell'autorità antitrust. Acquisizioni di imprese in settori diversi da quello regolato permettono di mantenere un trend di crescita.

- Integrazione orizzontale: acquisizione di imprese facenti parte della stessa industria della acquirente; spesso si tratta di imprese concorrenti, allo scopo di incrementare il proprio potere di mercato e ottenere posizioni dominanti. Bisogna pertanto effettuare attente analisi su potenziali contromisure delle autorità Antitrust. È anche possibile ottenere economie di scala grazie all'aumentare delle dimensioni dell'impresa risultante dall'operazione.

- Integrazione verticale: acquisizione di imprese parte della propria catena del valore, ossia: imprese clienti per avere domanda stabile e prevedibile, diminuire i costi di transazione e ottenere i vantaggi del metodo just-in-time; imprese fornitrici per avere una fonte stabile di offerta, abbattere il problema del potere di mercato del fornitore, personalizzare la fornitura.

- Diversificazione conglomerale: crescita al di fuori dell'industria attuale per ragioni quali:

- crescita in settori che offrono migliori opportunità di profitti
- benefici finanziari della diversificazione: il rischio di ogni azienda è divisibile in rischio specifico, diversificabile, e rischio sistematico (rischio del mercato nel suo complesso), non diversificabile.

Il rischio è calcolabile come varianza dei rendimenti: è possibile dunque ridurre il rischio che sopporta l'azienda acquisendo una target caratterizzata da coefficiente di correlazione (correlazione del rendimento fra le due imprese) tale da ottenere lo scarto quadratico medio desiderato.

Il rendimento complessivo è, invece, semplicemente pari alla media ponderata dei rendimenti attesi delle singole società da fondere.

Azienda	Bidder	Target
Bidder	$x_1^2 \sigma_1^2$	$x_1 x_2 \sigma_{12}$
Target	$x_1 x_2 \sigma_{12}$	$x_2^2 \sigma_2^2$

ρ_{12} = coefficiente di correlazione

σ = scarto quadratico medio σ^2 = varianza x_1 = bidder x_2 = target

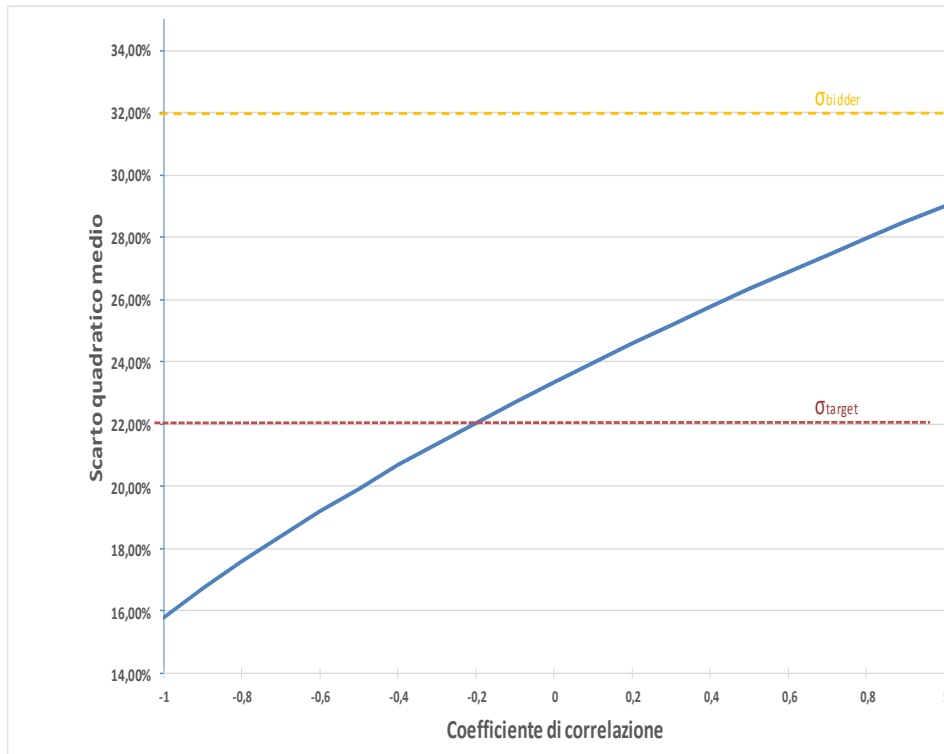
x = peso dei rendimenti della singola impresa sui rendimenti della newco

Rendimento complessivo = $x_1 r_1 + x_2 r_2$

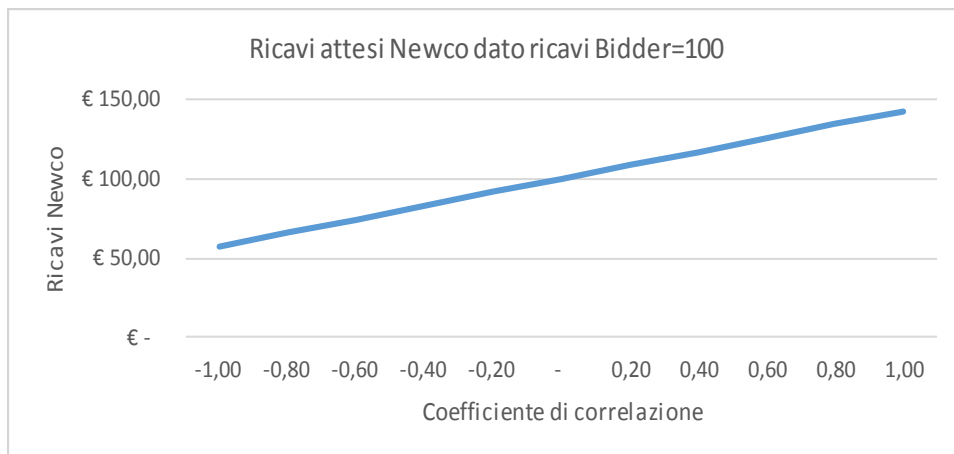
Rischio complessivo: $x_1^2 \sigma_1^2 + x_2^2 \sigma_2^2 + 2x_1 x_2 \sigma_{12}$, $\sigma_{12} = \sigma_1 \sigma_2 \rho_{12}$

Nei grafici è rappresentata l'influenza del coefficiente di correlazione nello scarto quadratico medio e nei ricavi della newco (si evince la riduzione dei ricavi attesi se il coefficiente di correlazione è negativo) in una fusione di due imprese caratterizzate dal seguente rischio e peso sul rendimento della impresa risultante:

Bidder	σ_1	32%	x_1	70%
Target	σ_2	22%	x_2	30%



Fonte: Grafico prodotto personalmente



Fonte: Grafico prodotto personalmente

Tale beneficio non dovrebbe però essere l'unica motivazione di una operazione di M&A nel caso in cui gli azionisti dell'impresa possano ottenere lo stesso beneficio a costi inferiori (senza pagare il premio⁸) creando un portafoglio azionario con le stesse proporzioni di azioni delle due aziende.

- Diversificazione correlata: diversificazione in campi correlati con quelli in cui l'acquirente opera per ottenere:

-Economie di scopo: utilizzare gli stessi input e per produrre una più ampia varietà di output

-Economie di esperienza: la maggiore conoscenza e esperienza, gestionale e esecutiva, della impresa acquirente, può essere applicata alla target dopo l'acquisizione portando a una riduzione dei costi unitari medi; spesso è riscontrabile a livello manageriale: molti deal intrapresi da grandi imprese verso imprese in crescita di minori dimensioni sono motivati dalla convinzione che i manager dell'acquirente, avendo conoscenze necessarie per dirigere una grande impresa, possano meglio gestire la crescita della target.

- Acquisizione di risorse specifiche e know-how: in alcune circostanze è impossibile o eccessivamente costoso creare internamente risorse o conoscenze vitali al successo dell'impresa. Una possibile alternativa è ottenere tali risorse tramite l'acquisizione di imprese che le posseggono. Tale è la motivazione della maggioranza delle operazioni di M&A in campi quali biotecnologie, informatica, difesa e elettronica, dove le grandi società sviluppano e acquisiscono internamente o esternamente brevetti, proprietà intellettuali, know-how e conoscenze tecniche specifiche.

- Creazione di valore attraverso diversificazione: il classico motivo delle acquisizioni è creare un portafoglio di imprese con ricavi non perfettamente correlati⁹, così da incorrere in minori rischi in caso di avversità.

- Investire eccessi di liquidità

- Ottenimento di altre sinergie specifiche

È pertanto necessario fondare le acquisizioni su motivazioni strategiche: effettuare numerose analisi di posizionamento, SWOT, PEST, revenue streams e sviluppare da queste business plans che motivino e proiettino in un medio-lungo termine le conseguenze dell'operazione.

⁸ Cfr. ultra pag.34

⁹ Cfr. infra pag.7 "benefici finanziari della diversificazione"

1.2 Tipologie di M&A

Le operazioni di M&A possono riguardare l'acquisizione di imprese o la semplice acquisizione di asset, anche se, come si vedrà successivamente, la differenza non è del tutto scontata: l'acquisizione di una società può anche essere configurata come acquisizione di tutti i suoi asset.

1.2.1 M&A societaria

Esistono due classi fondamentali di fusioni che portano all'estinzione della controparte:

- Fusioni per unione: al momento della fusione si estinguono le società pre-esistenti venendo a crearne una nuova che si sostituisce completamente alle precedenti; i soci delle pre-esistenti diventano soci della nuova società. Tale forma di fusione è meno diffusa a causa degli oneri derivanti dalla costituzione di una nuova società.
- Fusioni per incorporazione: la società incorporata viene assorbita completamente dalla incorporante, che ne ingloba asset e titolarità dei rapporti contrattuali; i soci della target diventano soci della incorporante.

È altresì possibile acquisire la controparte mantenendone inalterata l'autonomia giuridica attraverso acquisto di partecipazioni di controllo (quando la società determini in fatto, in virtù dei diritti di voto di cui essa dispone, le decisioni nelle assemblee generali della società controllata¹⁰).

1.2.2 Acquisizioni asset

L'acquisizione di asset di altre imprese, generalmente frutto della precedente considerazione "make or buy", è un'operazione più semplice dell'M&A societaria ma talvolta di complessità rilevante: su un asset possono pendere diverse tipologie di contratti (ipoteca, manodopera, ...), obbligazioni, considerazioni ambientali, procedimenti in corso.

Per tale motivo la due diligence e la valutazione dell'asset target, come nelle acquisizioni societarie, richiede lo sforzo e il coinvolgimento di tutti gli organi dell'impresa acquirente.

La differenza fra acquisizione di impresa e acquisizione di asset non è inoltre così

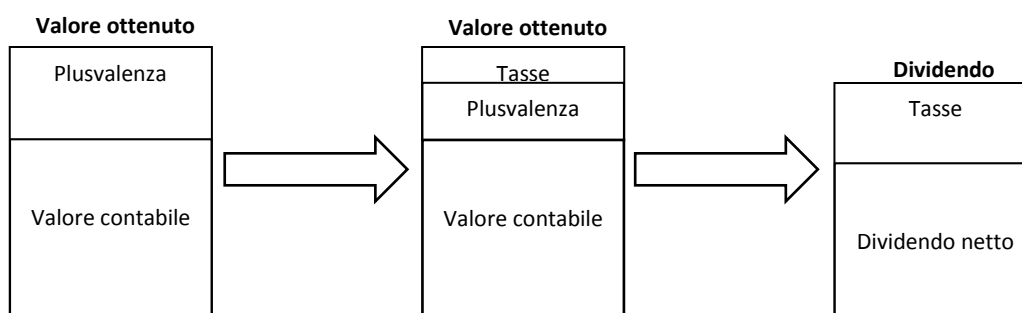
¹⁰ Mollo, Montasanto, Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma, Consob, 2015

definita: è possibile configurare l'acquisizione di un'azienda come acquisizione di tutti i suoi asset (**asset deal**).

La principale differenza rispetto ad una acquisizione standard di partecipazioni (**share deal**) sta nel fatto che, mentre con l'acquisizione degli asset dell'azienda si ottiene il trasferimento di proprietà dei beni dell'acquisita organizzati per l'esercizio dell'impresa (immobili, macchinari, impiegati, know how, brevetti e beni immateriali, rapporti contrattuali, debiti e crediti etc.), attraverso la acquisizione di partecipazioni si ottengono in maniera indiretta tali beni, in quanto non è trasferita la reale proprietà ma quote della società che detiene tale patrimonio. La scelta fra le due forme comporta inoltre rilevanti conseguenze pratiche dal punto di vista legale, fiscale e della gestione del rischio:

- Asset deal: tale operazione è generalmente preferita dall'acquirente in quanto comporta il trasferimento di proprietà dei soli beni concordati al momento dell'acquisizione, riducendo il rischio di ritrovarsi con passività non conosciute. Altro vantaggio è che permette all'acquirente di iscrivere gli asset a stato patrimoniale al costo di acquisto: se tale costo risulta superiore al valore a cui tali beni erano iscritti nello stato patrimoniale dell'acquisita, l'acquirente ottiene un maggiore scudo fiscale rispetto al caso dello share deal, in cui gli utili verrebbero sottoposti a maggiore tassazione.

Gli azionisti della acquisita risulterebbero inoltre svantaggiati in tale transazione poiché sarebbe sottoposti a doppia tassazione: il valore ottenuto per la cessione degli asset, se superiore al valore contabile, è sottoposto a tassazione sulla plusvalenza (valore ottenuto – valore contabile); inoltre la acquisita rilascerà un dividendo straordinario con cui distribuirà agli azionisti il valore netto: tale dividendo sarà sottoposto a tassazione sui dividendi.



Fonte: Grafico prodotto personalmente

- Share deal: modalità preferita dall'acquirente in quanto gli azionisti sono sottoposti ad una sola tassazione sulla plusvalenza nella vendita delle loro azioni (valore ottenuto per azione – valore iniziale di acquisto azione). Inoltre la società

target non cessa di esistere ma rimane come società controllata. L'acquirente non può però beneficiare dello scudo fiscale sugli ammortamenti in quanto acquisisce partecipazioni e non beni.¹¹

1.3 Il processo di M&A

Il procedimento di un'operazione di M&A è formato da numerosi spazi: non esistono infatti step ben definiti in successione temporale, ma ogni parte del processo si interseca virtualmente con l'altra.

Il processo inizia con un'attività di scouting, durante la quale inizia la ricerca e la selezione del target, basata su valutazioni effettuate attraverso le informazioni pubblicamente disponibili.

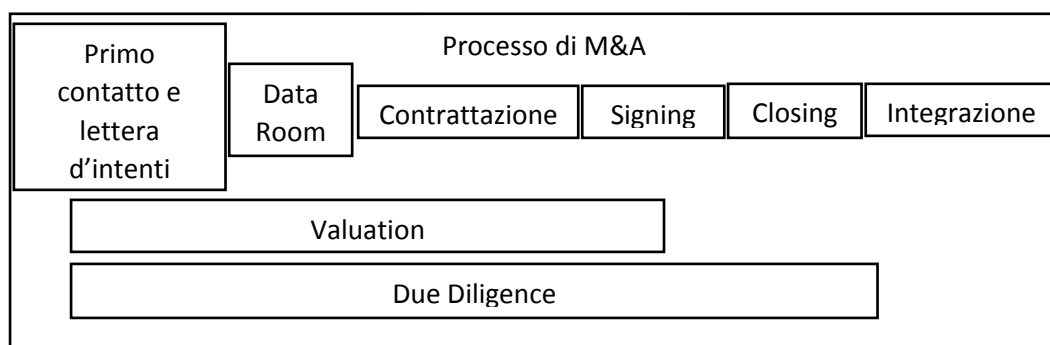
Segue il primo contatto con la controparte e la formulazione di una lettera d'intenti, nella quale vengono fissati i termini generici del procedimento successivo di due diligence e clausole per procedere nel deal.

Durante tali fasi si ottengono sempre più informazioni che permettono una valutazione mano a mano più approfondita e si pongono le radici per la contrattazione di un preliminare.

Successivamente vi sarà il signing del contratto e la due diligence sarà più incentrata ad individuare la migliore tipologia di integrazione del target nell'acquirente.

Alla scadenza dei termini fissati nel contratto, se non si è incorso in violazione di clausole o garanzie, si arriva al closing, fase in cui avviene la transazione e si manifestano gli effetti del contratto firmato.

A tal punto inizia il processo di integrazione del target nella acquirente, che rappresenta la conseguenza materiale del deal.



Fonte: Grafico prodotto personalmente

¹¹ Chiara Stanzione (Rödl & amp), "Asset deal" vs "share deal": vantaggi e svantaggi a confronto, con particolare attenzione all'aspetto fiscale, ilsole24ore, 2013

1.3.1 Primo contatto e lettera d'intenti

Una volta definito il target, l'acquirente può procedere ad un contatto iniziale, avanzando una proposta di acquisizione non vincolante: eventualmente viene anche offerto un prezzo ed alcuni termini della transazione, ma lo scopo di tale approccio è la semplice dichiarazione della volontà di procedere alla negoziazione

In caso il target manifesti volontà di procedere è possibile sottoscrivere una manifestazione formale di interesse non vincolante alla finalizzazione del deal, nella quale sono fissati i termini generali dell'operazione:¹²

-Parti contraenti

-Oggetto della transazione

-Metodo di valutazione utilizzato per determinare il prezzo d'acquisto

-Prezzo d'acquisto (vincolato all'esito della due diligence), modalità di pagamento e altre modalità di compenso

-Tempo disponibile per effettuare la due diligence

-Condizioni essenziali perché la transazione possa avere luogo, a cui allegare *garanzie* e determinazione *governance post-acquisizione*.

Al documento sono allegati generalmente:

- Accordo di riservatezza: l'acquirente si impegna a non divulgare le informazioni ricevute, ad utilizzarle per i soli scopi del deal e restituirli o cancellarli se la transazione non arriva a buon fine; nell'accordo sono comprese le informazioni che saranno comunicate e i canali da utilizzare per ottenerle.

- Accordo di esclusiva: obbligo del target a non procedere ad altre trattative per un periodo di tempo definito, durante il quale sarà completata la due diligence e sarà negoziata l'acquisizione. Tale accordo è anche vantaggioso per il target che potrà evitare acquirenti indesiderati e aumentare le possibilità di successo della trattativa. Alternative a tale accordo sono le clausole di lockup, golden parachutes, termination agreement e breakup fees.

- Accordo di stand still: l'acquirente si impegna, per un dato periodo, a non acquistare le azioni del target sul mercato o dagli azionisti. Siffatto accordo nasce dalla volontà della target di evitare che l'acquirente aggiri la negoziazione o intraprenda una scalata ostile.

¹² Filippo Guicciardi (K Finance), Guida M&A, Come valutare, acquistare e cedere un'azienda. Il processo di vendita, Tavolo di lavoro M&A, 2007

Per quanto riguarda il rilascio di **garanzie**, si tratta di clausole per le quali i manager dell'impresa target dichiarano che il materiale messo a disposizione del potenziale acquirente, tra cui dati, documenti o scritture al fine di descrivere la situazione patrimoniale, finanziaria, contabile e reddituale, nonché gli aspetti legali, amministrativi, regolamentari e contrattuali dell'attività sociale e del contenzioso e di altre vicende in relazione alla società, corrisponde a verità: vengono quindi stabiliti gli indennizzi in caso di violazione di tali patti.

Un'ulteriore limitazione di responsabilità del venditore è apportata attraverso il concetto di *Best Knowledge*, cioè “to the best of the sellers' knowledge”, apposto all'inizio di una clausola di garanzia, per determinare l'attuale ambito di informazione del dichiarante sullo specifico problema.¹³

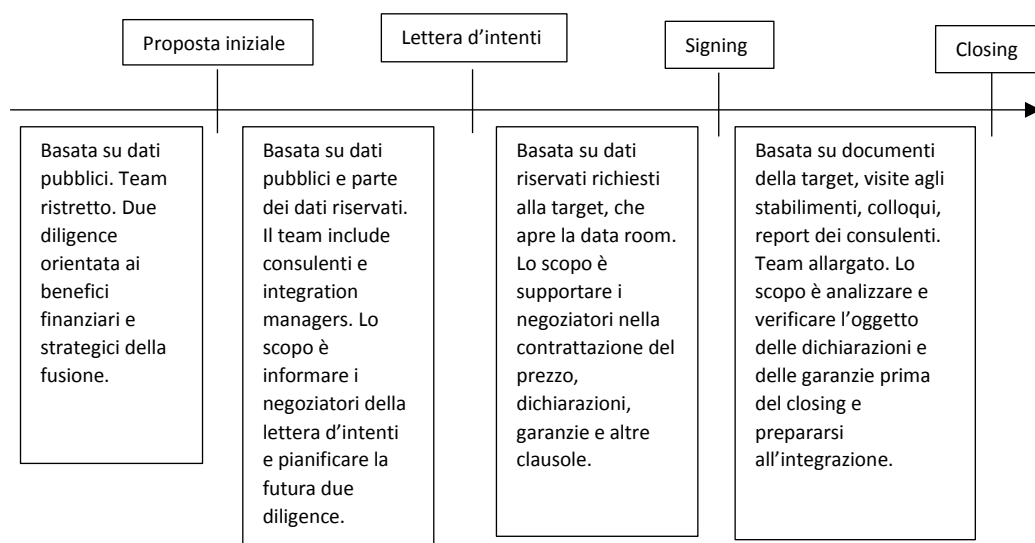
Tali clausole sono basate fondamentalmente sull'art.1491 c.c., secondo il quale “Non è dovuta la garanzia se al momento del contratto il compratore conosceva i vizi della cosa; parimenti non è dovuta, se i vizi erano facilmente riconoscibili, salvo, in questo caso, che il venditore abbia dichiarato che la cosa era esente da vizi.”.

Vengono generalmente rilasciate le “advisory engagement letter”, con cui sono dichiarati gli advisor esterni coinvolti nel processo, scopo e durata ingaggio, compensi, indennizzi e termine della relazione.

È anche importante stabilire la **governance post-acquisizione** nel caso in cui il socio cedente mantenga un ruolo operativo attivo all'interno dell'azienda acquisita, per volontà personale o perché richiesto dall'acquirente: a tal fine vengono negoziati appositi patti parasociali.

¹³ Avv. Fabrizio Arossa, Le clausole di “garanzia” e di indennizzo nel “contratto di acquisizione” di partecipazioni sociali, S.d.

1.3.2 Due diligence e data room



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions, Wiley Finance, 2004*

La due diligence è l'analisi, svolta da un ampio team, di dati sulla target: lo scopo è supportare il processo di valutazione, la negoziazione, il rilascio di dichiarazioni e garanzie, la richiesta di disclosures, il processo d'integrazione seguente al deal.

Tale ricerca inizia prima del contatto con la target, con l'analisi di informazioni di pubblico dominio, volte a: ottenere informazioni strategiche sul target, quali vision, mission, organizzazione, segmenti di mercato; ottenere informazioni finanziarie di base dalle investor relations; analizzare le forze economiche che influenzano la target, quali deregolamentazione, cambiamento tecnologico, cambiamento demografico, aspetti politici, economici, sociali, ambientali e legali; valutare peers per benchmarking; ottenere pareri di società di consulenza.

Successivamente alla proposta iniziale il target rilascerà delle informazioni aggiuntive al fine di poter negoziare al meglio la lettera di intenti.

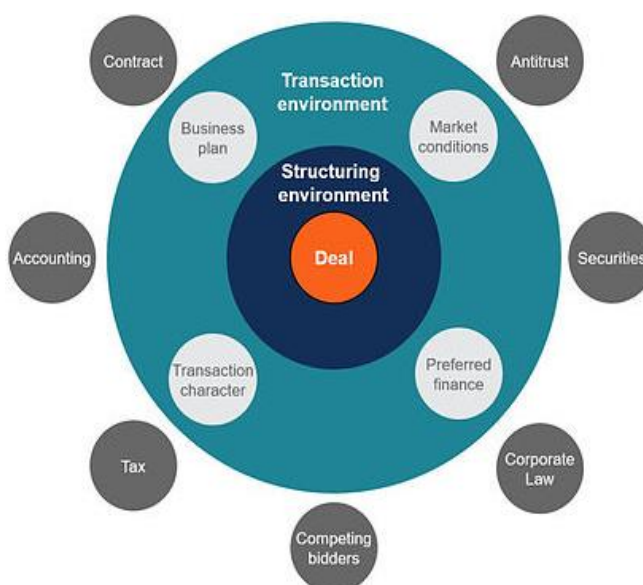
Dalla approvazione della lettera inizia un periodo di approfondita due diligence per avere informazioni da aggiungere ai modelli di valutazione e ottenere materiale per negoziare prezzo, garanzie e clausole.

L'impresa target preparerà una *data room*, fisica o virtuale, nella quale sono contenuti tutti i dati riservati richiesti dalla potenziale acquirente.

Saranno avanzati colloqui con il personale e con i manager, spesso registrati per avere valenza legale; saranno effettuate ispezioni sugli stabilimenti e negli uffici.

Tale processo, generalmente svolto sotto pressione per ottenere più informazioni possibili nei tempi previsti, può sembrare invasivo dal personale e sviluppare resistenza.

Dal signing del deal la due diligence avrà l'obiettivo di valutare se le dichiarazioni e l'oggetto



Fonte: Corporate Finance Institute, 2017

delle garanzie rilasciate in precedenza rappresentano verità; sarà stilata una rappresentazione dei rischi della target; inizierà la preparazione del processo di integrazione.

Il team che effettua la due diligence deve avere competenze avanzate in ogni funzione aziendale: sarà dunque composto da avvocati specialisti per ogni funzione, contabili, manager finanziari, marketing managers, specialisti IT, specialisti sulle operations (con eventuali tecnici ed ingegneri), manager HR, risk managers, specialisti e consulenti M&A, specialisti per valutazioni immobiliari, attuari.

Il materiale prodotto nell'ambito della due diligence è raggruppabile in 4 tipi di documenti:

- Documenti base: rappresentano la base della due diligence, ne fanno parte le checklist, le annotazioni raccolte durante le verifiche, appunti e registrazioni da colloqui, grafici, bozze e rappresentazioni.
- Riepiloghi degli specialisti: per ogni area di competenza ogni specialista prepara un riassunto delle evidenze raccolte.
- Sintesi dei risultati a beneficio dei negoziatori
- Executive summaries: sintesi volte ad informare e guidare gli esecutivi nel percorso di fusione e post-fusione.

Le funzioni oggetto di due diligence sono:

- Area legale: verifica di dichiarazioni, clausole e garanzie stabilite nel signing; analisi delle procedure organizzative, dei regolamenti interni e delle modalità di governance; verifica dell'effettiva proprietà degli asset dichiarati, esposizione alle

passività, garanzie in passato rilasciate; procedimenti legali passati, attuali e previsti, sanzioni pendenti.

- Area contabile: verifica adeguatezza procedure contabili rispetto ai principi adottati; identificazione dei trend nell'industria di riferimento; verifica procedure di internal audit; verifica supporti di contabilità analitica e di inventario.

- Area fiscale: verifica sul rispetto delle normative fiscali e possibile riduzione imponibile successivamente all'acquisizione.

- Area IT: comprensione e controllo dell'adeguatezza del supporto IT all'impresa, con valutazione efficienza ed efficacia; stima compatibilità supporto IT con quello dell'impresa acquirente e pianificazione integrazione dei supporti.

- Area rischi e assicurazioni: esposizione ai rischi e come l'impresa si tutela.

- Area ambientale: aderenza alle normative ambientali in vigore ed eventuali accordi con associazioni a tutela dell'ambiente.

- Area marketing: analisi del brand, relazioni con i clienti, percezione dei prodotti, strategie di marketing, rete vendita, possibili strategie future (cross-selling, bundling, ...).

- Area operations: analisi processi produttivi, efficienza, flessibilità, qualità, livello tecnologico e possibilità di innovazione, condizione tecnica dei macchinari, gestione ordini, esposizione a rischi del personale, esposizione a rischi da cambiamento tecnologico, opportunità di miglioramenti, possibilità di sfruttare eventuali economie.

- Area finanziaria: gestione liquidità, leva, solvibilità, compatibilità della gestione finanziaria con i parametri della acquirente.

- Area HR: adeguatezza delle skill del personale, esperienza lavorativa, training, compensazione del personale, motivazione, cultura e etica, esposizione a problemi sulla forza lavoro e sindacali, compatibilità dell'organizzazione aziendale target con quella della acquirente. Questa area è fondamentale per ottenere i vantaggi ricercati al momento dell'integrazione.

Altri fattori importanti, da considerare nel caso di operazioni cross-border, sono l'esposizione a rischio di cambio, leggi estere e pericolo nazionalizzazioni, impatto delle differenze culturali, regolazione d'impresa (salari, ore di lavoro, compensazioni, relazioni con clienti, fornitori ed altre imprese, ...)¹⁴.

¹⁴ Robert F. Bruner, Applied Mergers & Acquisitions, cap.8, Wiley Finance, 2004

1.3.3 Analisi del valore

Partendo dalla concezione per cui è impossibile misurare con esattezza il valore che il target, azienda o asset, genererà in futuro, è possibile solo effettuare una stima di tale valore intrinseco.

A tal fine gli analisti utilizzano diversi modelli, che paragonano fra loro per ottenere un valore il più possibile vicino alla realtà.

I metodi di valutazione più utilizzati in un'operazione di M&A sono:

- Valore contabile: valore contabile degli asset se venissero liquidati al valore contabile, a cui viene sottratto il valore pagato per liquidarli. Tale metodo non può essere una misura del valore dell'azienda, in quanto la contabilità è uno strumento che, basandosi su principi di competenza economica, prudenza e continuità, tende a deviare la rappresentazione di valori di performance reali.

“A causa dei limiti della contabilità tradizionale - afferma Warren Buffett – gli utili consolidati riportati tendono a svelare poco sulla reale performance economica. Charlie ed Io, entrambi investitori, ignoriamo virtualmente queste cifre consolidate. [...] Le conseguenze contabili non influenzano le nostre operazioni o i nostri processi di allocazione del capitale.”

È comunque possibile utilizzare questo metodo per avere una visione contabile degli asset target, analizzare le passività fiscali nell'operazione e determinare un valore floor sotto al quale non dovrebbe scendere il valore complessivo dell'azienda; i valori contabili sono inoltre utilizzati per formare alcuni multipli.

- Valore di liquidazione: somma dei valori che si potrebbero ottenere se si liquidasse l'azienda; generalmente tale valore è inferiore al valore contabile in quanto i semilavorati potrebbero non essere vendibili prima di fine lavorazione, i macchinari potrebbero essere troppo specializzati per il tipo d'impresa, i prodotti potrebbero valere di meno senza l'azienda che si pone come garanzia e i crediti potrebbero non essere esigibili al momento, inoltre le opzioni non potrebbero essere valutate.

Generalmente è un metodo appropriato in caso di imprese con problemi finanziari o futuro incerto; è tuttavia molto utilizzato in caso di bust-up takeover (lbo nelle quali l'acquirente vende parte degli asset della target per pagare parte del debito).

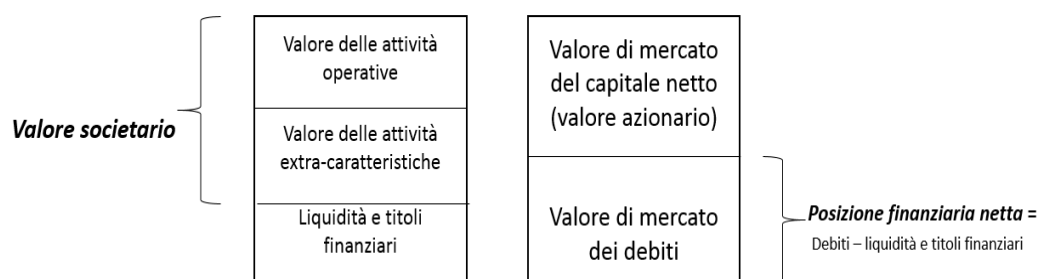
- Valore di sostituzione: somma dei costi necessari a rimpiazzare tutti gli asset dell'impresa; rispetto al valore contabile rappresenta il valore degli asset alle correnti condizioni del mercato, per tale motivo è un metodo spesso utilizzato in

contesti di alta inflazione, in cui il costo storico non è indicativo del valore corrente.¹⁵

- *Multipli delle società comparables*: tale metodo si basa sul paragone di parametri contabili di aziende simili alla target, di cui si hanno i valori di mercato.

In linea teorica il prezzo pagato in una transazione dovrebbe coincidere con il valore di mercato dell'equity della società.

I multipli di mercato sono rapporti tra valori di mercato e valori contabili: i valori di mercato considerati sono il valore dell'equity e il valore societario (nel caso si utilizzi quest'ultimo va dunque sottratta, dopo il calcolo, la posizione finanziaria netta, così da ottenere il valore di mercato dell'equity).



Fonte: Prof. Matteo Caroli, LUISS, 2015

I multipli più utilizzati¹⁶ sono:

-EV/Ebitda: rapporto fra valore societario e Ebitda, è il più utilizzato in assoluto in quanto rappresenta la capacità dell'impresa di creare valore prima dello storno di valori contabili e fiscali; è applicato in tutte le aziende. Ha il vantaggio di non essere distorto dai D&A che sono calcolati in base alle regole contabili applicate.

-EV/Ebit: rapporto fra valore societario e Ebit, permette di tenere conto delle politiche di ammortamento, è dunque spesso utilizzato in società con proporzione di immobilizzazioni materiali nell'attivo dello SP molto elevata.

-EV/Sales: rapporto fra valore societario e ricavi di una società, ha i vantaggi di essere sempre calcolabile (mai un valore negativo), è il più rappresentativo della crescita dei ricavi della società; è applicato principalmente in start-up (che nelle prime fasi di vita tendono ad essere in perdita), piccole aziende e aziende con basso leverage.

-P/E: rapporto fra capitalizzazione di mercato e utili, è il multiplo più utilizzato in ambito borsistico, soprattutto perché considera gli utili che mostrano la generazione

¹⁵ Robert F. Bruner, Applied Mergers & Acquisitions, cap.9, Wiley Finance, 2004

¹⁶ Andrea Guerrini, I multipli. Rendicontazione e controllo delle risorse immateriali, Università di Verona, 2012

di valore di una impresa; rappresenta inoltre il numero di anni in cui la società ripagherebbe l'investimento effettuato per acquistarla.

-P/bvE: rapporto fra valore di mercato e valore contabile dell'equity, rappresenta quanto un investitore è disposto a pagare in più rispetto al valore contabile; è spesso utilizzato per aziende che devono disporre di elevata consistenza patrimoniale, come banche e intermediari finanziari.

-P/FCF: rapporto fra valore di mercato e free cash flow, rappresenta dunque la capacità della società di generare flussi di cassa; è utilizzato principalmente in società che hanno elevato CCN e CapEx.

Il metodo dei multipli si esplica nelle seguenti fasi:

- Composizione del campione delle comparables: le aziende dalle quali si ricavano i multipli devono far parte della stessa industria della target da valutare e, fra queste, vanno considerate le più simili.

Azienda comparabile	Earnings	Ebitda	Equity (book value)	Equity (market value)	Enterprise Value	Multipli		
						P/E	EV/Ebitda	P/bvE
A	€ 12,00	€ 100,00	€ 280,00	€ 300,00	€ 320,00	25,00	3,20	1,07
B	€ 11,00	€ 88,00	€ 240,00	€ 280,00	€ 310,00	25,45	3,52	1,17
C	€ 9,00	€ 80,00	€ 190,00	€ 200,00	€ 260,00	22,22	3,25	1,05
Media						24,23	3,32	1,10

- Creazione e media dei multipli.

- Si rapportano i multipli ai valori dell'impresa target; nel caso di multipli con nominatore il valore societario, è necessario sottrarre la posizione finanziaria netta per ottenere il valore di mercato dell'equity.

Azienda target	Valori contabili	Multipli	Equity (market value)
Earnings	€ 11,00	24,23	€ 266,53
Ebitda	€ 90,00	3,32	€ 283,80
Equity	€ 270,00	1,10	€ 297,00
Valore target	€		282,44

Ottenuto il valore di mercato, bisogna tenere conto della possibilità (necessità in caso di OPA) di dover pagare un "acquisition premium", ovvero un premio ulteriore al valore di mercato, che può essere stimato dalla media delle comparables.

- Multipli di transazioni comparabili: si calcolano i multipli dei valori di bilancio rispetto al prezzo pagato o al valore societario di aziende comparabili che sono state oggetto di fusioni/acquisizioni.

Tale prezzo si applica alla società target.

Azienda Target	Valori contabili	Multipli di transazioni comparabili	Valori di transazione
Earnings	€ 11,00	24	€ 264,00
Ebitda	€ 90,00	3,5	€ 300,00
Equity	€ 270,00	1,2	€ 324,00
Valore target	€		296,00

- *Discounted Cash Flow*: il metodo del DCF è il più utilizzato e il più accurato nel valutare una società o un asset oggetto di acquisizione.

Tale metodo si basa sui flussi di cassa futuri che si attende l'impresa generi attualizzati, secondo legge di capitalizzazione composta, ad un tasso che rappresenta il rendimento di quel tipo di impresa sul mercato:

-FCFO: free cash flow operativo, il flusso di cassa che il target genera al netto delle spese per mantenerla in esercizio.

-WACC: weighted average cost of capital ($WACC = r_e * \frac{E}{V} + r_d * \frac{D}{V} * (1 - t_c)$), il rendimento medio che le attività con lo stesso rischio generano o dovrebbero generare in un mercato perfetto, ottenibile attraverso CAPM ($r_a - r_f = \beta(r_m - r_f)$), generalmente a partire da un β di settore.

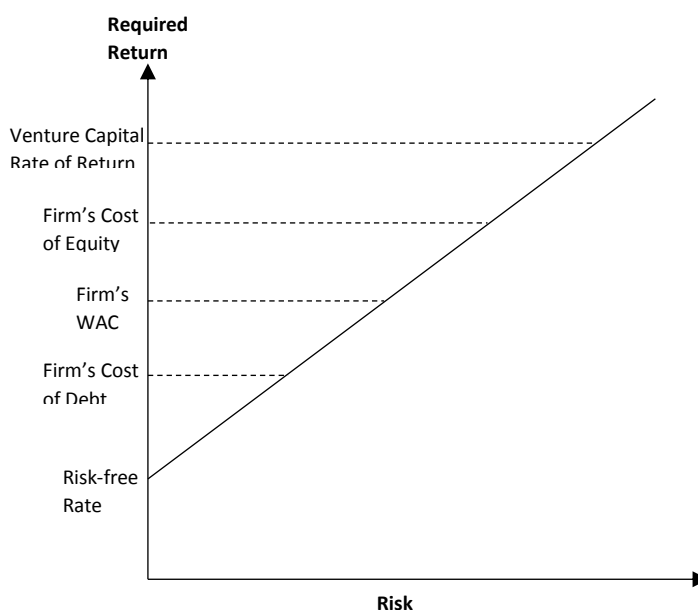
-TV: terminal value, valore dell'asset quando, in un predeterminato futuro (h), raggiungerà un costante tasso di crescita (g).

$$VA = \frac{FCFO_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCFO_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFO_h + TV}{(1 + WACC)^h}$$

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FCF	€ 21,00	€ 22,26	€ 23,37	€ 24,78	€ 26,01	€ 27,05	€ 28,00	€ 28,84	€ 29,71
g	6,0%	5,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
WACC	11,0%								
TV	€ 173,65		VA target	€					287,43

Il valore ricavato con tale metodo è quello che, in un mercato perfetto, sarebbe necessario pagare per ottenere gli stessi parametri di rischio e di rendimento. Il DCF è anche utilizzato dai venture capitalist e dai fondi di private equity basandosi sull'assunto che usciranno dall'investimento in 3-5 anni: tale valore è stimato attraverso un multiplo di uscita attualizzato al presente.

Il tasso di attualizzazione che impiegano tali categorie di investitori è inoltre più elevato del normale WACC per compensare il rischio, in quanto il target di tali investitori è



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance,

generalmente

formato da imprese piccole in elevata crescita, senza peers né azioni collocate sul mercato.

- Dividend Discount Model: altro metodo molto utilizzato nella valutazione del prezzo di mercato di società.

Tale metodo si basa sul fatto che il prezzo di un'azione è diviso in due valori: i dividendi attesi futuri e i capital gain (valore che si otterrà alla vendita del titolo).

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{P_n}{(1 + Ke)^n}$$

In un orizzonte temporale infinito, considerando ogni P_n singolarmente come P_1 , P_2 , ... e applicando la stessa formula ad ogni P , si ottiene:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(Ke - g)}$$

Con Ke = costo del capitale, g = tasso di crescita medio dividendi DIV_1 = dividendo atteso

	2018		
Utili	€ 11,70	Ke	12,5%
Payout ratio	60%	g	10,0%
Valore target	€		280,80

- Two stages Dividend Discount Model: variante del DDM che considera due differenti stadi di crescita per l'azienda, uno di breve periodo, calcolato per ogni singolo dividendo previsto, e uno di lungo periodo, calcolato come rendita.

$$P_0 = \sum_{t=1}^s \frac{DIV_s}{(1 + Ke)^s} + \frac{DIV_l}{(Ke - g_l)} * \frac{1}{(1 + Ke)^{l-1}}$$

Con s= periodo iniziale di elevata crescita e l= periodo futuro di crescita costante

gs	16%	gl	10,0%	Ke	13%
	2018	2019	2020	2021	2022
DIV	€ 7,02	€ 8,14	€ 9,45	€ 10,96	€ 12,05
g	16%	16%	16%	10,0%	10,0%
Valore target	€ 272,27				

- *Sum Of the Parts*: metodo principalmente utilizzato in aziende multi settore che si basa sulla scomposizione di ogni parte dell'impresa, l'analisi del valore di mercato delle singole parti e la somma di tali valori.

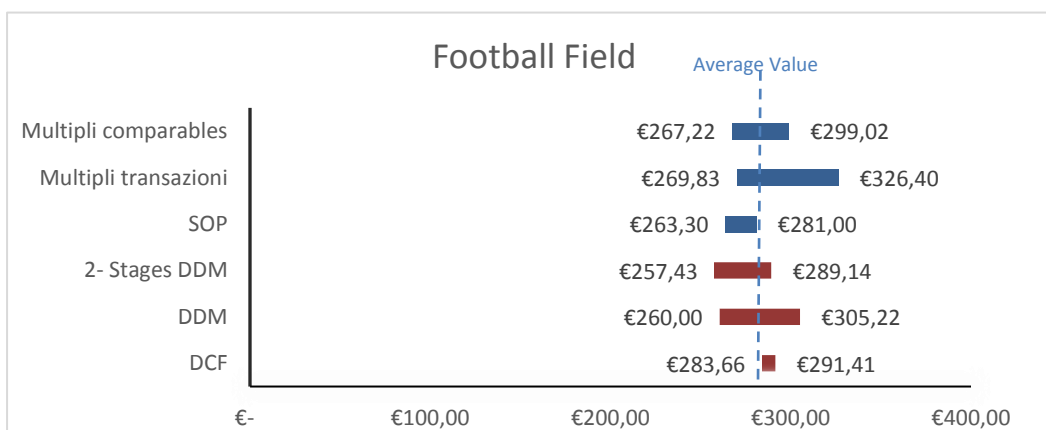
Segmenti az. Target	EBITDA	EV/EBITDA	Valore segmenti
Segmento A	€ 40,00	3	€ 120,00
Segmento B	€ 20,00	3,5	€ 70,00
Segmento C	€ 30,00	3,28	€ 98,40
Valore target	€		273,40

1.3.3.1 Sensitivity

Al progredire del deal si ottengono dati sempre più accurati che permettono di studiare diversi scenari e calcolare intervalli di confidenza sul valore dell'impresa al variare di alcuni parametri chiave per ogni modello di valutazione.

Le sensitivities permettono di avere ulteriori basi per la negoziazione e la contrattazione di clausole, oltre che per questioni di risk management.

Sarà quindi possibile evidenziare i risultati in grafici come il **football field**.



Fonte: Grafico prodotto personalmente

Nell'esempio si sono ipotizzate variazioni di multipli nei comparables, transazioni e SOP fra valore minimo e valore massimo, del DCF con variazione 1% del WACC, nel DDM con variazione 0,2% del tasso di crescita dei dividendi, nel 2-DDM variazioni dello 0,5% nel tasso di crescita dei dividendi a breve termine e dello 0,15% del tasso a lungo.

1.3.3.2 Valutazione opzioni reali

Nel valutare un'impresa target non bisogna solo tenere conto dei flussi di cassa futuri previsti: tale analisi sarebbe troppo statica, ignorando la possibilità che i manager possano intraprendere nuovi progetti o modificare quelli esistenti.

La teoria delle opzioni reali analizza tali possibilità, classificate secondo 4 tipologie:

- Opzioni di crescita: possibilità di intraprendere progetti in futuro; le più ricorrenti sono basate sugli investimenti in R&D, che danno la possibilità di realizzare progetti i quali porteranno flussi di cassa addizionali. Tali opzioni sono equivalenti a delle opzioni call sull'attività sottostante e saranno esercitate se il valore dei cashflow futuri incerti dalla sottostante è superiore all'investimento sul progetto.

- Opzioni di abbandono: possibilità di abbandonare un business in futuro senza incorrere in vincoli o obbligazioni; ad esempio potrebbe non essere profittevole costruire una raffineria se, nel caso il business diventasse troppo competitivo, per uscire si è obbligati a smantellare l'impianto e adempiere obbligazioni ambientali di bonifica. Tali opzioni sono delle opzioni put sulla attività sottostante.

- Opzioni temporali: possibilità di accelerare l'investimento in un asset, esercitabili se si ritiene che le condizioni del mercato siano più profittevoli ora di quanto lo saranno in futuro, o di ritardare l'investimento, se, essendo il futuro incerto, si ritiene che le condizioni del mercato possano essere più profittevoli in futuro.

Tali opzioni sono opzioni Americane (esercitabili quando si vuole, a differenza di quelle di tipo Europeo esercitabili solo a scadenza) sulla attività sottostante.

- Opzioni di conversione: possibilità di convertire tutto o parte dell'investimento effettuato per adattarsi a mutate condizioni del mercato, sfruttando ad esempio altre materie prime o fornendo diversi prodotti.

Il metodo analitico più utilizzato per valutare le opzioni è quello di **Black e Scholes**: tale modello è stato sviluppato per la valutazione di opzioni finanziarie e, considerato che quelle reali sono equivalenti, è adattato per valutare anch'esse.

Tale metodo nasce dall'intuizione per cui è possibile valutare un'opzione come un investimento in azioni della sottostante attraverso debito.

Esempio

Opzione call su azienda A esercitabile a 2 mesi, strike 7€, prezzo attuale sottostante 6,8€, solo due possibili variazioni sottostante +12% (7,616€) e -8% (6,256€), tasso risk-free 0,5% annuo.

Da ciò si può ricavare l' hedge ratio, cioè il numero di azioni necessarie per replicare

la posizione dell'opzione. $\left(\frac{\text{differenza possibili prezzi opzione}}{\text{differenza possibili prezzi azione}}\right) \frac{0,616-0}{7,616-6,256} = 0,453$

Il valore della call è dunque pari al
valore di 0,453 azioni - debito =
3,08 - 2,832 = 0,248

	P=6,256€	P=7,616€
0,453 azioni	€ 2,834	€ 3,450
Debito+interesse	-€ 2,834	-€ 2,834
Totale	€ -	€ 0,616

Tale metodo, applicato ad una distribuzione continua di prezzi, permette di stabilire la formula di Black-Scholes, per cui:

$$\text{Valore Call} = N(d_1) * P - N[d_2 * VA(EX)],$$

$$d_1 = \frac{\ln\left[\frac{P}{VA(EX)}\right] + \frac{\sigma\sqrt{t}}{2}}{\sigma\sqrt{t}}, \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

con P = prezzo corrente sottostante ,

VA(EX) = valore attualizzato al tasso risk free dello strike price,

σ = scarto quadratico medio tasso di rendimento azione, t = durata dell'opzione in

anni, N(d) = funzione normale.

La formula di Black-Scholes può essere applicata ad un'opzione reale di effettuare

un investimento addizionale, cambiando i parametri con: P = valore attualizzato

flussi di cassa futuri, VA(EX) = valore attualizzato dell'investimento al tasso risk-

free, σ = scarto quadratico medio dei rendimenti

Esempio

Valutazione opzione di investimento a progetto dell'azienda target per €120 nel 2021, con rendimento al 16%, tasso risk-free 8%, σ 25%, flussi di cassa annui a partire dal terzo anno per €25, €41, €60, €35, €20.

Black-Scholes model	Anno	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	FCFO					€ 25	€ 41	€ 60	€ 35	€ 20	€ -
	Investimento				€ 120						
$r_{progetto}$	16%	VA FCFO	€ 102,86		€ 119,31						
r_f	8%	VA Inv	€ 111,11		€ 120						
σ	25%	d1	-0,106		d2	-0,539					
	Valore opzione	€ 14,32									

1.3.3.3 Valutazione sinergie

Nel valutare imprese target è molto importante tener conto delle sinergie che si possono venire a creare con l'acquisizione.

Le sinergie sono quei fattori che rendono il valore congiunto di due imprese maggiore della loro semplice somma:

$$V(AB) > V(A) + V(B)$$

Permettono dunque all'impresa risultante dalla combinazione di avere un Net Acquisition Value (NAV) positivo se il premio pagato per l'acquisizione (P) e le spese del processo (E) non superano il valore delle due imprese combinate:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

La prima conseguenza della valutazione delle sinergie verrà proprio dal mercato: al momento dell'annuncio del deal se il prezzo stabilito risulta inferiore al valore delle sinergie sommato al valore stand-alone del target il prezzo delle azioni della acquirente salirà, al contrario se il prezzo risulta superiore.

Soprattutto per tale motivo i manager sviluppano strategie di disclosure¹⁷ delle informazioni sulle sinergie agli investitori, così da poter plasmare le loro aspettative sui futuri cashflow.

Esistono due tipi di sinergie:

-Sinergie operative: derivanti da:

-Incrementi di ricavi: nuove opportunità derivanti dalla combinazione delle due imprese, tra cui il fatto di poter sfruttare una rete di distribuzione ampliata, cross-selling e cross-branding; tali sinergie sono difficili da quantificare e implementare nei modelli.

¹⁷ Cfr. Ultra pag. 31

-Riduzione dei costi: economie di scala, di scopo e di esperienza, maggiore potere di mercato rispetto a clienti e fornitori, trasferimento di tecnologie e know-how da un'azienda all'altra.

Le sinergie, per essere profittevoli, devono creare ricavi sinergici (SG) tali da superare il valore del premio quando attualizzate:

$$P < \frac{SG_1}{1+r} + \frac{SG_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{SG_n}{(1+r)^n}$$

È dunque importante considerare quando tali ricavi possono essere ottenuti: più il flusso è posticipato nel tempo, minore è il loro valore attuale.

Inoltre le sinergie possono avere un differente grado di rischiosità: bisogna utilizzare un fattore di attualizzazione diverso per ogni tipo di rischio.

-Sinergie finanziarie: derivanti dalla riduzione del costo del capitale ottenuto dall'operazione, in quanto i ricavi delle due aziende sono non perfettamente correlati. Se la combinazione delle due imprese riduce la volatilità dei ricavi complessivi, l'azienda può essere considerata meno rischiosa, dunque accede più facilmente ai mercati finanziari e può permettersi di pagare minori tassi di interesse sui finanziamenti.¹⁸

Altra sinergia finanziaria deriva dall'incremento dello scudo fiscale dovuto a una migliore struttura finanziaria, eventualmente derivante da debito contratto per finanziare l'acquisizione.

1.3.3.4 Valutazione aspetti fiscali e contabili

Le operazioni di M&A sono associate a tre possibili benefit fiscali:

- Sfruttamento delle perdite pregresse: derivanti da riduzione dell'imponibile fiscale grazie alla combinazione con una target avente perdite pregresse, che, per legge (art.172 comma 7 TUIR), si comportano da scudo fiscale sugli utili futuri della società risultante.

¹⁸ Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, cap.4, Wiley Finance 2010

Esempio:

Bidder						
Anno		1	2	3	4	5
EBT		€ 6.000,00	€ 6.540,00	€ 7.128,60	€ 7.770,17	€ 8.469,49
Imposte		€ 2.220,00	€ 2.419,80	€ 2.637,58	€ 2.874,96	€ 3.133,71
Utile Netto		€ 3.780,00	€ 4.120,20	€ 4.491,02	€ 4.895,21	€ 5.335,78
Target						
Anno		1	2	3	4	5
EBT		-€ 800,00	-€ 600,00	€ 700,00	€ 2.000,00	€ 3.100,00
Perdite pregresse	€ 4.000,00					
Beneficio fiscale	€ 1.480,00	€ 1.776,00	€ 1.998,00	€ 1.739,00	€ 999,00	€ -
Imposte		€ -	€ -	€ -	€ -	€ 148,00
Utile Netto		-€ 800,00	-€ 600,00	€ 700,00	€ 2.000,00	€ 2.952,00
Newco						
Anno		1	2	3	4	5
EBT		€ 5.200,00	€ 5.940,00	€ 7.828,60	€ 9.770,17	€ 11.569,49
Imposte		€ 444,00	€ 2.197,80	€ 2.896,58	€ 3.614,96	€ 4.280,71
Utile Netto		€ 4.756,00	€ 3.742,20	€ 4.932,02	€ 6.155,21	€ 7.288,78
Risparmio fiscale		€ 1.776,00	€ 222,00	-€ 259,00	-€ 740,00	-€ 999,00
			gbidder	9%		
VAN beneficio fiscale	€ 405,35		Imposte	37%		
			WACC	8,00%		

- Scudo fiscale sugli ammortamenti: al momento dell'acquisizione di un asset il valore iscritto a bilancio, sul quale verranno calcolati gli ammortamenti, sarà pari al costo di acquisto. Dato che, semplicisticamente, le imposte vengono pagate sui ricavi al netto di costi, ammortamenti e interessi, tale acquisizione comporterà maggiori ammortamenti e, di conseguenza, minori imposte da sostenere.

Schema CE riclassificato	
Ricavi	
Costi	
EBITDA	
D&A	
EBIT	
Oneri finanziari	
EBT	
Tasse	
	IRES
	IRAP
Utile netto	

- Scudo fiscale sugli interessi: l'acquisizione di una società comporta il trasferimento di proprietà di attività e passività dalla acquisita alla acquirente. Dato che le imposte sono calcolate al netto degli interessi, il debito rappresenta uno scudo fiscale per l'impresa che lo contrae. Se la acquisita è finanziata anche da debito, l'acquirente ottiene uno scudo pari all'aliquota d'imposta moltiplicata per gli interessi da pagare su tale debito.

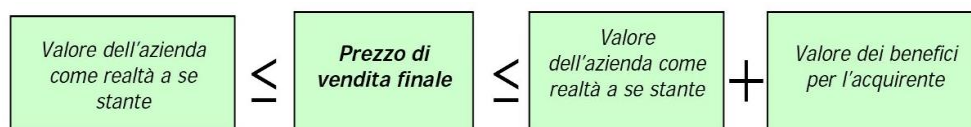
Esempio:

VA scudo fiscale		1	2	3	4	5
Anno						
Debito	€ 1.000,00	€ 800,00	€ 600,00	€ 400,00	€ 200,00	€ -
Interessi		€ 40,00	€ 32,00	€ 24,00	€ 16,00	€ 8,00
Risparmio fiscale		€ 12,00	€ 9,60	€ 7,20	€ 4,80	€ 2,40
VA risparmio fiscale annuo		€ 11,54	€ 8,88	€ 6,40	€ 4,10	€ 1,97
kd	4%					
Aliquota d'imposta	30%					
VA risparmio fiscale tot.	€ 32,89					

1.3.4 Contrattazione e signing preliminare

Nella fase della contrattazione le parti si accordano sul prezzo, le modalità di pagamento, le varie dichiarazioni, garanzie e clausole da inserire nel contratto preliminare.

È importante per l'acquirente riuscire ad ottenere un prezzo che non superi il beneficio che l'impresa otterrebbe dal deal, altrimenti si avrebbe un trasferimento indebito di risorse a favore degli shareholders dell'impresa target: ciò priverebbe l'acquirente di risorse necessarie per sostenere l'integrazione dell'impresa acquisita.



Fonte: Marco Tanzi Marlotti (PwC), 2007

“Price is what you pay, value is what you get” afferma Warren Buffett.

Sono stati infatti effettuati diversi studi¹⁹ su numerose evidenze empiriche di overpricing dovuto all'eccessiva fiducia che il management dell'impresa acquirente, spesso pressato da indicatori di performance, ha sulle proprie capacità valutative: ciò li porta a trascurare le valutazioni oggettive sul target credendo che la propria valutazione sia superiore a quella effettuata dal mercato.

La conseguenza di tali deal si evidenzia nel breve termine in un deprezzamento delle azioni della acquirente e un apprezzamento della target appena il mercato

¹⁹ Richard Roll, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 1986

viene a conoscenza dell'operazione; nel lungo termine si ha una diminuzione del valore complessivo dell'impresa risultante.

Un utile strumento nelle mani del management di entrambe le parti è il BATNA (Best Alternative To a Negotiated Agreement), ovvero un'alternativa al deal da utilizzare per fare leva sulle condizioni contrattuali.

Altra considerazione sul pricing è dovuta al fatto che può passare diverso tempo fra il signing del contratto e il closing (effettivo passaggio di proprietà del target): in tale periodo le variabili sulle quali è stato basato il prezzo possono variare.

Possono essere dunque previste nel contratto clausole che prevedono un meccanismo di aggiustamento del prezzo al closing sulla base degli scostamenti di valore di concordati indici economico-finanziari.

Opposte a queste sono le clausole “*locked-box*”, con le quali il prezzo è determinato al signing e non può essere più modificato in futuro; spesso sono corredate da clausole “*covenant no leakage*”, che vietano al management dell'impresa acquisita di effettuare operazioni che possano diminuire il valore dell'impresa.

Per tutelarsi da oscillazioni di prezzo possono essere eventualmente previste opzioni di tipo call/put.

Sono anche stabilite, in tale fase definitiva, le clausole di garanzia ed eventuale *escrow account* (deposito vincolato costituito dall'acquirente, custodito da un terzo fino al verificarsi di date condizioni; spesso utilizzato come garanzia).

La presenza e l'entità dell'*escrow account* dipende principalmente dal tipo di M&A: più rilevante se si acquista una società in quanto si ha il passaggio di proprietà di tutte le passività, conosciute o non; meno rilevante o assente se si acquistano asset, in quanto si sceglie ciò che si vuole acquisire.

Altra clausola definita nella maggioranza dei casi è il divieto di concorrenza, disciplinato dall'art. 2557 c.c., per il quale “Chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta.”.

Talvolta l'azienda target può incorrere in problemi durante le fasi finali del deal che possono portare a cambiamenti radicali del core business: si tratta delle “Material Adverse Change” (MAC), che, se incluse fra le clausole contrattuali come condizioni per le quali il deal viene cancellato, permettono all'acquirente di ritirarsi

dall'operazione. Evidenze empiriche²⁰ mostrano l'importanza di specificare il meglio possibile il contenuto delle clausole riguardanti le MAC, per evitare di ritrovarsi coinvolti in un deal non più desiderato.

Sono dichiarate le condizioni che ogni parte deve osservare per procedere nell'operazione e concludere il deal, tra cui il manifestarsi di evidenze che attestino la accuratezza di dichiarazioni e garanzie accordate, l'approvazione dell'assemblea degli azionisti, dell'antitrust, degli enti regolatori e di terze parti interessate e l'assenza di contenziosi.

Vengono stabilite eventuali sanzioni, risoluzioni e ritiro dell'escrow account per violazioni degli accordi e delle clausole di cui sopra.

Sono negoziati e concordati in definitiva i patti parasociali, spesso richiesti nel caso in cui il socio cedente mantenga, dopo la vendita, un ruolo attivo nella newco.

1.3.4.1 Contratto di acquisizione

Il contratto di acquisizione, fondato sull'art.2556 c.c.: "Per le imprese soggette a registrazione i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto, salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto.", non è un contratto standard, anche se, nella maggioranza dei casi, è composto dai seguenti elementi:

- Dati anagrafici dei contraenti
- Struttura dell'operazione
- Meccanismo contrattuale relativo al prezzo e modalità di pagamento
- Elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti
- Obbligo del venditore a non apportare modifiche sostanziali alla realtà in cessione prima del closing
- Divieto di concorrenza (art.2557 c.c.)
- Condizioni sospensive e risolutive
- Opzioni di acquisto/vendita (call/put)
- Esplicitazione formale garanzie
- Pattuizioni accessorie e patti parasociali

Il contratto deve essere redatto in forma scritta, depositato in forma di atto pubblico o scrittura privata autenticata per l'iscrizione al registro delle imprese e vi deve

²⁰ Cfr. acquisizione ostile Tyson Foods/IBP, 2001

essere atto notarile che comunichi le generalità dei contraenti, il prezzo pattuito ed i dati identificativi dell'azienda.²¹

1.3.4.2 Rilascio informazioni al mercato

Il rilascio di informazioni al pubblico è oggetto di accurata pianificazione da parte del management delle parti coinvolte nel deal: la diffusione di informazioni aumenta i rischi di interferenze e reazioni opportuniste di competitors interessati all'acquisizione, attrae gli speculatori e può portare a cause e problemi legali da parte di alcuni azionisti, ma è più corretta nei confronti del mercato e degli investitori e garantisce maggior controllo nella propagazione di tali informazioni.

1.3.5 Closing

Successivamente al raggiungimento dell'accordo dovrà passare un determinato lasso di tempo prima del closing vero e proprio.

Tale periodo è necessario per: dare tempo alle autorità di effettuare tutti i controlli (sulle deleghe di voto, sui prospetti, sulla legittimità dell'operazione, sulla concentrazione risultante dal deal), effettuare eventuale scambio di azioni, aspettare il realizzarsi di clausole, dichiarazioni e garanzie.

Al closing si ha il pagamento e il trasferimento di proprietà di tutti gli asset con eventuale creazione giuridica della newco: inizia il processo di integrazione.

1.3.6 Integrazione

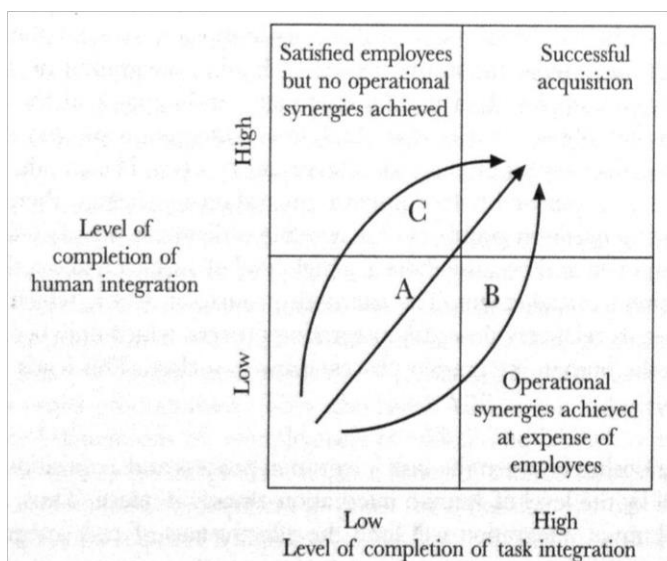
L'integrazione del target nell'azienda acquirente è la parte più delicata e importante di tutta la procedura di acquisizione: un'integrazione eccessiva e forzata è dannosa quanto e forse più di una mancata integrazione, dunque è estremamente difficile trovare un equilibrio capace di assicurare i dipendenti della target, unificare vision, mission, obiettivi e cultura e creare valore per gli shareholders.

Tale processo può essere teoricamente diviso in integrazione delle funzioni (volta a identificare e realizzare le sinergie operative) e integrazione delle risorse umane (volta a creare atteggiamenti positivi fra i dipendenti delle due parti, acquirente e acquisita).

²¹ Filippo Guicciardi (K Finance), op. cit.

Tra i meccanismi utilizzati per una integrazione efficace figurano i meeting fra lo staff delle due aziende, seminari a carattere culturale, rotazione del personale, creazione di un dipartimento ad hoc per l'integrazione aziendale, team misti per lo studio e realizzazione di progetti, programmi di training del personale e campus.

La relazione fra l'integrazione delle funzioni e il successo di una acquisizione è mediato dal livello di integrazione delle risorse umane raggiunto: un basso livello di quest'ultima porta i dipendenti, che non si conoscono, sono diffidenti fra loro e, non conoscendo i motivi



Fonte: Birkinshaw, Bresman, Hakanson, 2000

dell'acquisizione, temono di essere licenziati, a non collaborare e a procedere operativamente a linee parallele senza finalizzare ad un obiettivo. I manager, generalmente avversi al rischio, tendono a ritardare il raggiungimento di sinergie operative investendo più in integrazione dei dipendenti (traiettoria C, figura 2.3), piuttosto che perseguire un percorso di equilibrio fra le due integrazioni (traiettoria A) e rischiare di percorrere il processo di acquisizione con uno scarso livello di integrazione delle risorse umane (traiettoria B).²²

1.4 Ulteriori elementi sulle operazioni di M&A societaria

Gli argomenti trattati fino ad ora riguardano in massima parte sia le operazioni di M&A societaria che le acquisizioni di asset: le prime sono però caratterizzate anche da alcune differenze rilevanti sia sul valore d'acquisto, che può discostarsi significativamente dal valore misurato con i modelli precedentemente esaminati, sia per modalità di acquisizione, che spesso non è effettuata attraverso cassa ma attraverso scambi di azioni, sia per aspetti contabili distorsivi.

²² Birkinshaw, Bresman, Hakanson, Managing the post-acquisition integration process. How the human integration and task integration process interact to foster value creation, Journal of Management Studies, 2000

1.4.1 Differenze di valore e acquisition premium

Il valore di acquisto un'impresa deve anche comprendere due fattori importanti:

- valore della liquidità delle azioni, misurabile attraverso il flottante pre-transazione sul mercato: in caso sia basso, l'acquirente potrebbe trovarsi costretto a diminuire notevolmente il prezzo di vendita se dovesse liberarsi di una discreta quantità di azioni. Le aziende meno liquide concedono quindi uno sconto al momento dell'acquisizione.

- valore del controllo: la azienda acquirente, oltre a ottenere i diritti che le sono conferiti dalla singola azione, ottiene il diritto di controllare e cambiare anche radicalmente la strategia e la natura della azienda target secondo i propri fini. Tale diritto comporta un premio all'acquisto di partecipazioni di controllo tanto maggiore quanto più l'azionariato è consolidato in gruppi di maggioranza, e uno sconto all'acquisto di partecipazioni di minoranza.

Premio e sconto sono dunque inversamente correlati: $\%sconto = 1 - \left(\frac{1}{1+\%premio}\right)$

$$Valore\ target = V_{Stand-alone} + V_{Sinergie} + \Delta_{Liquidità\ e\ controllo}$$

$\Delta_{Liquidità\ e\ controllo}$ rappresenta la differenza di valore con il caso base, dovuta agli effetti della liquidità e del controllo; il caso base è pari al valore dell'impresa stand-alone, ottenuto attraverso i modelli di valutazione, e al valore delle sinergie.

Esempio

- Caso A: azienda quotata con un azionista di maggioranza che possiede il 51% delle azioni. Il premio per il controllo, ottenuto con multipli di transazioni comparabili, è 40%

- Caso B: azienda non quotata con azionariato disperso ma azioni illiquide. Lo sconto per illiquidità è stimato al 30%.

- Caso C: azienda non quotata, azioni illiquide ed azionista di maggioranza che possiede il 51% delle azioni.

% sconto per illiquidità	30%		
% premio per il controllo (peers)	40%		
Blocco di controllo	51%		
Caso base (no asimmetrie da illiquidità e controllo)	€ 100,00		
Azioni	100		
	Caso A	Caso B	Caso C
Illiquidità	No	Si	Si
Asimmetria di controllo	Si	No	Si
Equity value caso base	€ 100,00	€ 100,00	€ 100,00
Sconto di illiquidità	€ -	€ 30,00	€ 30,00
Equity value scontato per illiquidità	€ 100,00	€ 70,00	€ 70,00
Valore Blocco di Controllo	€ 71,40	N/A	€ 49,98
Valore Blocco di Minoranza	€ 28,60	N/A	€ 20,02
Prezzo azionario Blocco di Controllo	€ 1,40	N/A	€ 0,98
Prezzo azionario Blocco di Minoranza	€ 0,58	N/A	€ 0,41
Prezzo azionario senza asimmetrie di controllo	N/A	€ 0,70	N/A

Gli analisti ottengono le stime sullo sconto per illiquidità basandosi sul valore di azioni illiquide (letter stock, azioni da IPO vincolate da accordi, azioni da collocamento privato) rispetto al valore delle stesse liquide sul mercato; sul valore dell'underpricing delle IPO; su multipli di transazione di aziende similari.

Altro metodo di stima è la option pricing theory, secondo la quale, dato che la liquidità garantisce il diritto di uscire prontamente dall'investimento fatto senza sopportare una diminuzione di valore, tale diritto è assimilabile ad una opzione put europea con strike equivalente al prezzo delle azioni all'acquisto e scarto quadratico medio dipendente dalla volatilità delle azioni sottostanti.

Anche il premio per il controllo può essere valutato come una opzione call sulle strategie alternative dell'impresa: se la strategia corrente crea valore, l'opzione, che si basa sul cambio di strategia, è out of the money; se la strategia non sta creando il valore prospettato, l'opzione potrebbe entrare in the money.

Altro modo di valutare il controllo è basato sulla teoria dei giochi: il modello del "Valore di Shapley".

Il potere di controllare un'impresa non si ottiene necessariamente con la maggioranza al 50,1%: se l'azionariato è frammentato potrebbe bastare un 20% o 30%. Il premio per il controllo in entrambi i casi è pressoché lo stesso.

Il Valore di Shapley (SV_i) rappresenta il rapporto fra il numero di combinazioni in cui un detentore di azioni qualsiasi (i) ha il potere di effettuare la scelta (pivotal), rispetto al numero delle possibili combinazioni in una situazione in cui vi sono degli

azionisti di maggioranza: maggiore è tale valore, maggiore è il potere dell'azionista di minoranza (i).

$$SV_i = \frac{n_i^{Pivotal}}{n!}$$

Nel caso in cui vi siano due azionisti di maggioranza è evidente come il potere degli azionisti di minoranza venga a diminuire quanto più gli azionisti di maggioranza ottengono voti: tutto ciò si ribalta nell'angolo

Votes of Control Shareholder #2	Votes of Control Shareholder #1			
	10	20	30	49
10	0.78	0.65	0.50	0.05
20	0.65	0.56	0.48	0.06
30	0.50	0.48	0.50	0.09
49	0.05	0.06	0.09	0.50

Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.15, Wiley Finance, 2004

in basso a destra, dove gli azionisti di maggioranza hanno il 98% dei voti e, se discordi, basta avere anche un solo diritto di voto per essere determinante nella scelta²³.

Secondo una ricerca empirica con un vasto campione di deal²⁴, il premio per il controllo è empiricamente pari, in media, al 20-30% in più rispetto ad una posizione di minoranza.

1.4.2 Stock for stock acquisition

La acquisizione di una impresa target può essere effettuata in contanti o per mezzo di azioni: in tal caso gli azionisti dell'acquisita otterranno azioni della azienda risultante dalla fusione secondo un dato rapporto di cambio.

Tali azioni sono generalmente emesse dall'incorporante attraverso aumento di capitale, ma possono anche derivare da azioni proprie detenute in portafoglio o da azioni detenute in portafoglio della incorporata riacquistate dall'incorporante e poi attribuite ai soci della incorporata.

Altra possibile soluzione è quella della redistribuzione delle azioni della società incorporante: le partecipazioni dei soci della incorporante saranno redistribuite tra i soci della medesima incorporante ed ai soci della incorporata, sempre sulla proporzione determinata con il rapporto di cambio. A seguito dell'operazione, i soci dell'incorporante vedranno ridursi la propria partecipazione relativa al capitale, in quanto questo è redistribuito anche ai nuovi soci, ma a ciò corrisponderà un maggior

²³ Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.15, Wiley Finance, 2004

²⁴ Hanouna, Paul and Sarin, Atulya and Shapiro, Alan C., *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, 2001

patrimonio di riferimento, costituito dalla somma dei patrimoni delle società partecipanti.

È anche possibile l'emissione di azioni senza valore nominale: se la società incorporante ha in circolazione azioni prive del valore nominale, senza procedere ad alcun aumento del capitale, potrà distribuire nuovi titoli ai soci della incorporata, ottenendo di fatto il medesimo risultato evidenziato nell'ipotesi che precede, in quanto il valore nominale inespresso, rappresentato dal rapporto tra capitale e azioni in circolazione, si riduce.²⁵

In caso di aumento di capitale sociale vi possono essere diverse problematiche contabili da affrontare, quali le differenze da concambio, nel caso in cui l'aumento di capitale sociale deliberato per far fronte all'acquisizione sia diverso dal patrimonio netto incorporato della acquisita; differenze da annullamento quando l'acquirente possiede partecipazioni nelle imprese incorporate: non procederà per quella frazione già posseduta all'aumento di capitale sociale, ma se il valore al quale tali partecipazioni sono iscritte in bilancio è diverso alla relativa quota di patrimonio netto contabile incorporata si avrà una differenza da rettificare.

Dal punto di vista finanziario il tasso di cambio fra le azioni della acquirente e della acquisita è pari al rapporto fra il prezzo per azione della target stabilito al signing e il prezzo per azione della acquirente.

Al closing ogni azione della target sarà scambiata per una quantità, stabilita al signing, di azioni della acquirente: se tra il signing e il closing si avrà un decremento del valore delle azioni della acquirente o un apprezzamento delle azioni della acquisita, gli azionisti di quest'ultima riceveranno un minor valore; tanto vale per il contrario.

Per tutelarsi da tale rischio è possibile stipulare un collar, in cui il valore azionario può oscillare fra un valore cap e uno floor: in caso il valore non rientri in tale range si prevede un aggiustamento del valore alle condizioni attuali.

Se il rapporto fra il prezzo pagato nel deal e gli utili della target eccede il rapporto prezzo utili della acquirente, si ottiene una diluizione degli utili per azione della azienda risultante; al contrario si ottiene un incremento degli utili per azione se il rapporto P/E pagato nel deal è inferiore al P/E della acquirente.

L'effetto **Bootstrapping** è l'abilità dell'azienda acquirente di incrementare il proprio valore con l'acquisto di altre imprese in cui il rapporto fra il prezzo offerto

²⁵ Not. Stefano Santangelo, Riflessioni in tema di aumenti e riduzioni in occasione di fusioni e scissioni, Fondazione Italiana del Notariato, S.d.

e gli utili dell'acquisita è inferiore al P/E della acquirente: ciò determina un incremento degli EPS dell'azienda risultante e, se il mercato applica lo stesso rapporto P/E pre-acquisizione, si può ottenere un incremento del valore.

Tale effetto si veniva a manifestare generalmente negli anni '60, quando il mercato non era efficiente nel valutare i conglomerati: in un mercato efficiente il rapporto P/E post-acquisizione è una media ponderata dei rapporti P/E dell'acquirente e dell'acquisita.²⁶

Esempio

	Bidder	Target		Transazione		Azienda risultante
Utili	€ 10.000,00	€ 4.000,00	Prezzo acquisto azioni target	€ 5,50	Utili	€ 14.000,00
Quantità azioni	900	500	Tasso di cambio	0,6	Quantità azioni	1175
EPS	€ 11,11	€ 8,00	Azioni emesse	275	EPS	€ 11,91
Prezzo azionario	€ 10,00	€ 4,50				
Capitalizzazione	€ 9.000,00	€ 2.250,00	$P_{(acquisizione)}/E_{(target)}$	€ 0,69	Mercato ineff.	Bootstrapping
P/E	€ 0,90	€ 0,56	Effetto:	Incremento EPS	Capitalizzazione	€ 12.600,00

1.4.3 Aspetti contabili distorsivi

Oltre alle diluizioni in EPS è possibile che, in prossimità del deal, si vengano a creare distorsioni, volontarie o no, su valori contabili dell'azienda target.

Le più rilevanti sono le distorsioni volontarie note come “earnings management”, cioè interventi intenzionali nel processo di financial reporting volte a ingannare gli stakeholder sulle performance economiche o influenzare gli esiti delle contrattazioni legate a valori contabili.

Esistono 4 tipi principali di earnings management:

- Incremento di EPS: scelte contabili effettuate dal management della acquirente volte a riportare maggiori EPS al fine di sviare quegli investitori che si fidano eccessivamente di tale multiplo per valutare le imprese.
- Incremento del merito creditizio: le banche, nel calcolo del merito creditizio, valutano la stabilità dei cashflow, gli utili, la dimensione dell'impresa e gli asset presenti, oltre ai debiti in essere. Le imprese possono manipolare la contabilità a tal fine. Ne è un esempio il caso della bancarotta di Enron, che riuscì ad ottenere credito nascondendolo in SPV (società veicolo) create a tal fine.

²⁶ Patrick A. Gaughan, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, cap.14, Wiley Finance, 2010

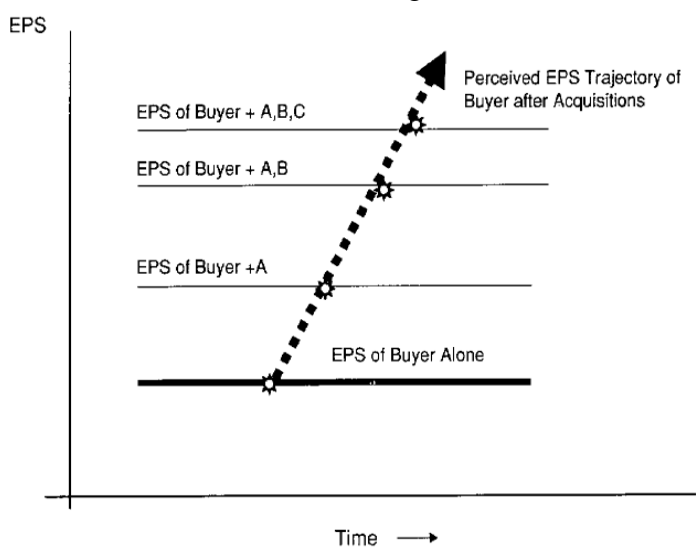
- Massimizzazione del prezzo: le imprese target possono manipolare la propria contabilità per massimizzare il prezzo pianificando il riconoscimento di ricavi e spese, intaccando riserve e modificando il valore degli asset.

- Riduzione esposizione alle tasse: le strategie fiscali sono estremamente importanti per valorizzare l'impresa, tuttavia strategie eccessivamente aggressive possono portare alla frode fiscale.

Alcune evidenze empiriche²⁷ su operazioni di M&A regolate attraverso scambio di azioni mostrano incrementi anomali di utili della società acquirente precedenti al deal; altri studi²⁸ su MBO (LBO effettuato da manager della società target per acquisirne la proprietà) evidenziano la presenza di accantonamenti imprevisti e diminuzione di entrate della target appena prima del buyout.

Altre distorsioni possono derivare dall'incremento in EPS derivante da acquisizioni: gli utili complessivi della acquirente risultano incrementati di quelli delle società target, mentre le azioni in circolazione rimangono le stesse.

Ogni acquisizione darà l'impressione di aumento degli utili: comparando però l'EPS successivo al deal con la somma degli EPS della azienda acquirente e della target prima del deal, si otterrà la reale variazione di valore dell'impresa.²⁹



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.16, Wiley Finance, 2004

Vi sono diversi esempi di società³⁰ i cui manager hanno fondato la propria strategia di crescita nell'incremento di EPS attraverso acquisizioni con scambio di azioni di società con rapporto P/E più basso e utili stabili.

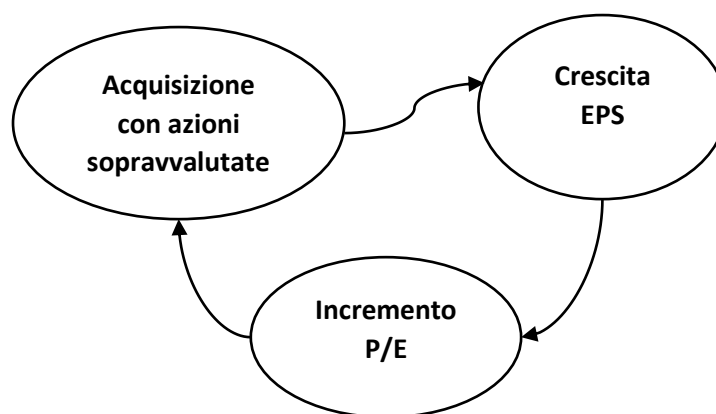
²⁷ E. Perry, T. Williams, Earnings management preceding management buyout offers, *Journal of Accounting and Economics*, 1994

²⁸ H. Louis, Earnings management and the market performance of acquiring firms, Pennsylvania State University working paper, 2002

²⁹ Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.16, Wiley Finance, 2004

³⁰ Cfr. LTV, USOP, Tyco International Ltd.

Secondo tale strategia l'accrescimento degli EPS risultante da ogni acquisizione dovrebbe portare ad un incremento del prezzo azionario di mercato (e a un superiore rapporto P/E): ogni



Fonte: Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, Wiley Finance, 2004

successiva acquisizione sarà effettuata con azioni il cui prezzo è sempre più elevato. In finanza non esistono pasti gratis: evidenze empiriche dimostrano come, nel breve periodo, questa strategia ha spesso portato a rilevanti incrementi del prezzo azionario di mercato delle imprese che la attuavano (anche pari a 10 volte il valore iniziale), ma nel lungo periodo si è rivelata fallimentare.

I motivi per cui tale strategia non è sostenibile sono evidenti:

- Per mostrare una crescita degli EPS è necessario incrementare il volume di acquisizioni ogni anno. Si rischia di finire per acquisire società problematiche pur di mantenere il trend.
- Vi possono essere problematiche di vario genere che spesso coinvolgono le società conglomerate (problemi di integrazione, problemi operativi, provvedimenti della antitrust, ...).
- Le target selezionate non sono quelle che creano realmente valore per gli shareholders, ma quelle che incrementano gli EPS.³¹

È dunque ora chiaro come l'unica vera motivazione che possa rendere le operazioni di M&A societarie a lungo termine convenienti per l'impresa acquirente, per i suoi shareholders e stakeholders sia quella strategica: solo in tale maniera è infatti possibile ottenere sinergie concrete e non semplici illusioni finanziarie.

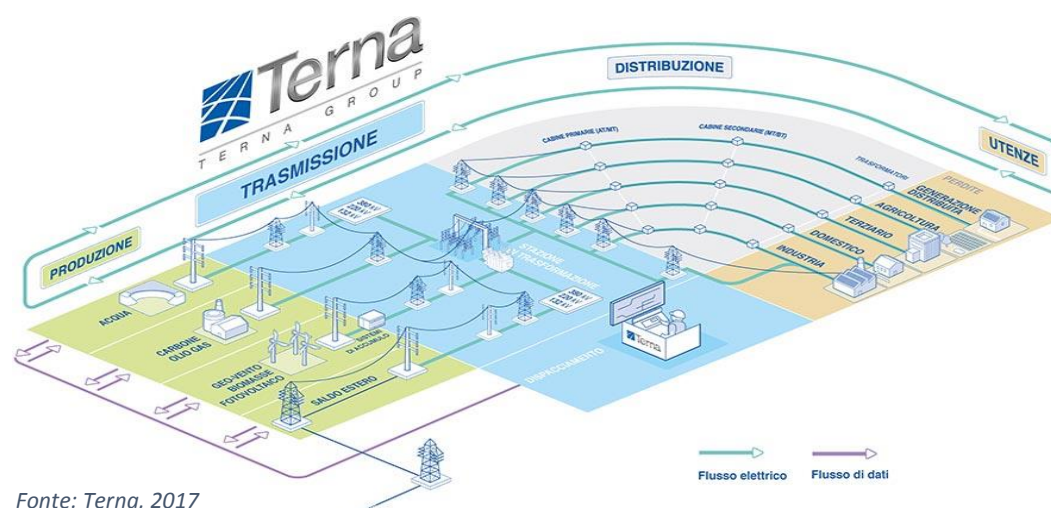
³¹ Robert F. Bruner, *Applied Mergers & Acquisitions*, cap.17, Wiley Finance, 2004

Capitolo 2: Il business di Terna e le operazioni di M&A nel contesto regolamentato

2.1 Il ruolo di Terna nel mercato elettrico

Il mercato elettrico si divide nelle seguenti attività:

- **Produzione:** di energia da parte di centrali elettriche.
- **Trasmissione:** dalle centrali alle reti di distribuzione attraverso infrastrutture ad alta e altissima tensione.
- **Dispacciamento:** gestione dei flussi di energia per fare in modo che l'offerta di energia elettrica sia sempre pari alla domanda degli utenti finali.
- **Misura:** della quantità di energia in entrata e in uscita dalla rete di trasmissione.
- **Distribuzione:** reti più capillari che, partendo dalle infrastrutture di trasmissione, raggiungono le utenze.



Fonte: Terna, 2017

In Italia i servizi di trasmissione e di dispacciamento sono operati in condizione di monopolio per concessioni governative da Terna S.p.A. e sono sottoposti a regolamentazione da parte dell'Autorità per l'Energia Elettrica, il Gas e i Servizi Idrici (AEEGSI), istituita nell'ottica della privatizzazione dei servizi di pubblica utilità³².

Terna si occupa di 4 processi fondamentali nell'ambito dell'attività regolata:

³² Cfr. L. 14 novembre 1995, n. 481, in cui sono elencati attributi, compiti e funzioni

- Pianificazione: analisi dei flussi di energia elettrica, previsione della domanda e dell'offerta, programmazione nuove opere per implementare la copertura di rete, migliorare la qualità e garantire la sicurezza di esercizio.

- Realizzazione interventi di sviluppo: progettazione degli interventi di sviluppo da definire nel Piano di Sviluppo della RTN, con definizione budget, soluzioni realizzative e dettagli tecnici e, successivamente alla approvazione, realizzazione pratica di tali interventi.

- Dispacciamento: complesso di attività necessarie a che l'offerta di energia elettrica eguagli sempre la domanda, quali programmazione indisponibilità rete e impianti, previsione fabbisogno elettrico, acquisizione di risorse per il dispacciamento, verifica dei transiti di potenza per tutte le linee della rete, gestione flussi attraverso Borsa Elettrica.

- Esercizio e manutenzione delle infrastrutture: attività di esercizio e manutenzione ordinaria, straordinaria e di rinnovo della rete e degli asset esistenti.

Il settore regolamentato rappresenta circa il 90% delle attività di Terna: il restante 10% è costituito da attività non regolamentate.

Queste ultime sono raggruppabili in:

- Interconnector: recependo la normativa comunitaria che ha tracciato le linee guida per le interconnessioni con l'estero nell'ordinamento italiano con la Legge 99/2009, è stato assegnato a Terna il compito di selezionare, tramite aste pubbliche, delle società disposte a finanziare tali interconnessioni. Tali soggetti dovranno affidare a Terna un mandato per la realizzazione e l'esercizio di tali infrastrutture, a fronte di benefici sul pagamento del consumo di energia elettrica. Sono previsti 5 interconnector con Francia, Montenegro, Austria, Svizzera e Slovenia, di cui le prime due in stato avanzato di costruzione.

- Trasformatori: attività esercitata attraverso il controllo del gruppo Tamini, uno dei leader in Europa per progettazione, produzione e commercializzazione di trasformatori industriali e di potenza.

- Servizi per terzi: nell'ambito di attività quali ingegneria³³, telecomunicazioni³⁴ e gestione impianti AT di terzi.

³³ Tra cui servizi di EPC "Engineering, Procurement, Construction", ossia progettazione, sviluppo e implementazione infrastrutture e connessioni di rete.

³⁴ Tra cui housing fibra ottica

- Attività internazionali: connessioni di tipo BOOT (progettazione, costruzione, esercizio infrastrutture e proprietà delle stesse per un determinato periodo di tempo, al termine del quale la proprietà è trasferita ad altro soggetto) in Brasile per oltre 500 km e connessioni BOT (progettazione, costruzione e trasferimento dell'infrastruttura, senza proprietà) in Uruguay per oltre 200 km, oltre che concessioni, EPC e assistenza tecnica.³⁵

2.2 Company overview

2.2.1 Breve storia e prospettive future

Terna venne costituita nel 1999 all'interno del gruppo Enel con il decreto legislativo 79/99, che, sotto il contesto di deregolamentazione del settore elettrico italiano, sancisce la divisione fra proprietà (Terna) e gestione (Gestore della RTN) della rete di trasmissione nazionale.

Nel 2004 viene collocato il 50% del capitale azionario di Terna nel segmento Blue Chip della Borsa Italiana, mentre il restante è ancora detenuto da Enel.

Nel 2005 Enel cederà prima il 13,86% delle partecipazioni di Terna in suo possesso ad investitori istituzionali, poi il 29,99% del capitale sociale di Terna alla Cassa Depositi e Prestiti.

Alla fine del 2005 diviene operativa l'unione fra proprietà e gestione della rete sotto Terna, stabilita dalla legge n.290 del 2003.

Nel 2006 Terna entra a far parte di Confindustria.

Dopo numerose opere (fra cui linee SA.PE.I. che collega la Sardegna al continente e Chignolo Po–Maleo in Lombardia nel 2011, linea Sorgente–Rizziconi tra Sicilia e Calabria nel 2016) ed acquisizioni (fra cui linee AT da ENEL per 18.600km e valore 1.152 mln€ nel 2008, rete AT dal Gruppo Ferrovie dello Stato per 8.379 km e valore 757 mln€), Terna diventa il primo operatore di rete indipendente in Europa, con il controllo di 72.800km di linee di alta tensione.

Nel 2017 Terna ha presentato il nuovo piano strategico valido per gli anni 2017-2021, volto a fronteggiare sfide tradizionali, in materia di efficacia, efficienza e

³⁵ Relazione finanziaria annuale Terna S.p.A. e gruppo Terna, 2016

interconnessione, e nuove sfide, quali la transizione energetica verso le rinnovabili e le opportunità offerte dallo sviluppo tecnologico.

Nei prossimi 5 anni sono previsti investimenti per lo sviluppo della rete elettrica per 4 mld€, del 30% superiori al precedente Piano Strategico; sono previsti ricavi per 2,3 mld€ e EBITDA per 1,7 mld€ al 2021, con un CAGR del 2%; la politica dei dividendi è prevista in crescita del 3%.

2.2.2 Composizione del gruppo

Terna S.p.A., capogruppo, è titolare della concessione sulle attività di trasmissione e dispacciamento dell'energia elettrica, ha la proprietà degli asset patrimoniali e definisce il piano di sviluppo e il piano di difesa.

Le altre **società regolamentate** del gruppo sono:

- Terna Rete Italia S.p.A., il cui ruolo è la manutenzione ordinaria e straordinaria della RTN, gestisce e realizza gli interventi del gruppo secondo quanto stabilito dai piani elaborati dalla capogruppo.
- Rete S.r.l., azienda acquisita nel 2015 dal Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane, ha l'8,71% delle infrastrutture della RTN
- Terna Crna Gora d.o.o., società di diritto montenegrino che gestisce in Montenegro le attività di realizzazione e gestione delle interconnessioni Italia-Montenegro.

Fra le **società non regolamentate** figurano:

- Terna Interconnector S.r.l., società costituita per lo sviluppo delle infrastrutture private di interconnessione Italia-Francia e, in futuro, Italia-Montenegro, con le società veicolo Piemonte Savoia S.r.l. (per Italia-Francia) e Monita Interconnector S.r.l. (per Italia-Montenegro).
- Terna Plus S.r.l., società flessibile e snella, nata per sviluppare nuove opportunità di business sul mercato non regolamentato italiano e gestire infrastrutture AT in Italia e all'estero.
- Gruppo Tamini, con 400 dipendenti specializzati e clienti in più di 90 paesi nel mondo, operante a Legnano, Melegnano (MI), Novara, Valdagno (VI), Ospitaletto (BS) e Rodengo (BZ), e riportante ricavi per 112,2 mln€.

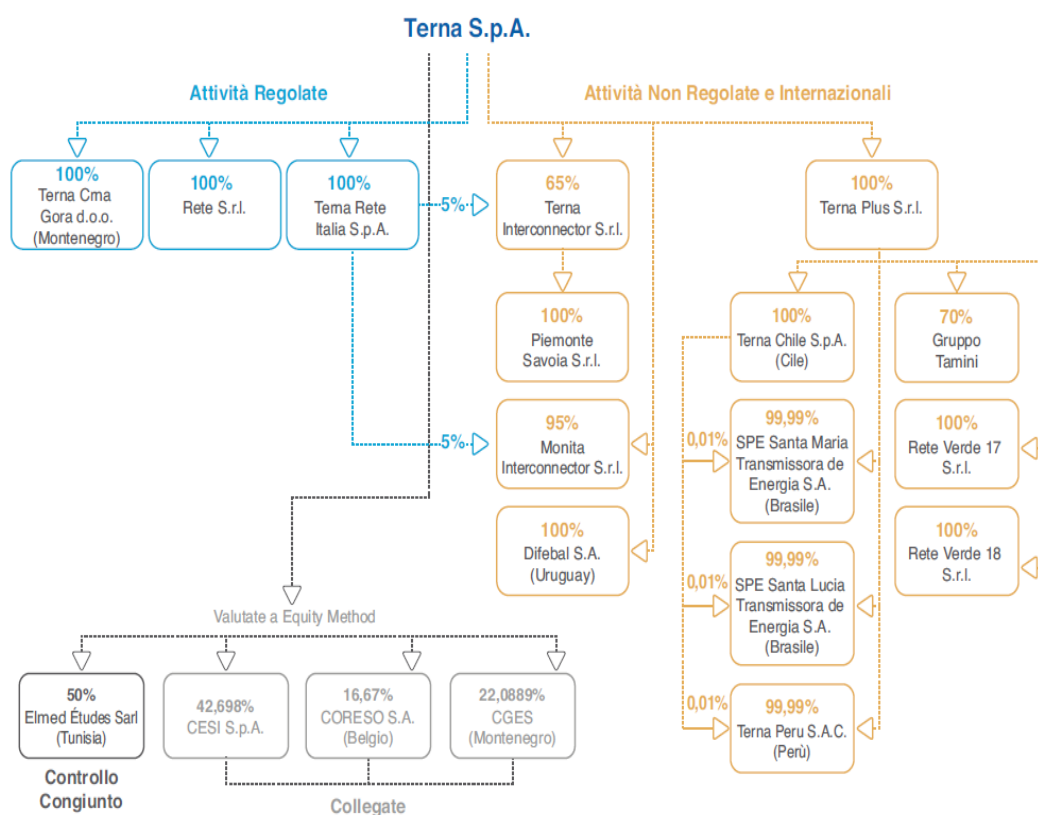
- SPE Santa Maria Transmissora de Energia S.A., SPE Santa Lucia Transmissora de Energia S.A., società per azioni di diritto brasiliano che gestiscono le attività di Terna in Brasile.

- Terna Chile S.p.A., Difebal S.A., società rispettivamente di diritto Cileno e Uruguaiano che gestiscono attività di progettazione, costruzione e manutenzione delle infrastrutture elettriche in Cile e in Uruguay.

- Rete Verde 17 S.r.l. e Rete Verde 18 S.r.l., costituite per lo sviluppo di iniziative in materia di energia rinnovabile

-Terna Peru S.A.C., società di diritto peruviano costituita per la costruzione di una linea di 132 km a 138 kV in Peru.³⁶

Terna ha inoltre partecipazioni valutate a Equity Method in società collegate o a controllo congiunto quali Elmed Etudes Sarl, attiva in Tunisia per lo sviluppo del collegamento della rete tunisina e italiana, CESI S.p.A, operante nel settore della ricerca scientifica applicata a settori elettrici, elettronici, energetici e informatici, CORESO S.A., società belga attiva nelle previsioni e analisi dei flussi elettrici nell'Europa centro-occidentale e CGES, TSO montenegrina la cui partecipazione è stata acquisita in ambito del progetto di interconnessione Italia-Balcani.³⁷



Fonte: Relazione intermedia sulla gestione 2017, Terna S.p.A.

³⁶ Relazione intermedia sulla gestione, Terna, 2017

³⁷ Relazione finanziaria annuale Terna S.p.A. e gruppo Terna, 2016

2.2.3 Assetto economico-finanziario

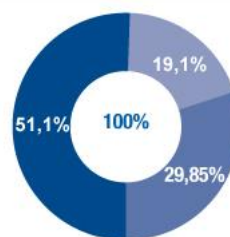
Il capitale sociale di Terna S.p.A. ammonta a 442,198 mln€ ed è rappresentato da n. 2.009.992.000 di azioni ordinarie del valore nominale di 0,22 € ciascuna.

Con un flottante del 70%, l'azionariato è rappresentato in maggioranza relativa al 29,85% da CDP Reti S.p.A., di proprietà di Cassa Depositi e Prestiti, controllata dal MiSE.

Terna S.p.A. è attualmente quotata nella borsa italiana, quindicesima per capitalizzazione nell'indice FTSE MIB.

AZIONARIATO

AZIONARIATO PER TIPOLOGIA



LEGENDA



Fonte: Relazione finanziaria annuale Terna S.p.A. e gruppo Terna, 2016

Stato Patrimoniale riclassificato	
al 31.12.2016	mln euro
Immobilizzazioni Nette	
- Attività immateriali e avviamento	516,0
- Immobili, impianti e macchinari	12.386,1
- Attività finanziarie	89,1
Totale	12.991,2
Capitale Circolante Netto	
- Crediti commerciali	466,9
- Rimanenze	10,2
- Altre attività	20,4
- Debiti commerciali	(758,4)
- Debiti netti partite energia passanti	(545,9)
- Crediti tributari netti	52,0
- Altre Passività	(337,7)
Totale	(1.092,5)
Capitale Investito lordo	11.898,7
Fondi diversi	(384,6)
Capitale Investito Netto	11.514,1
Patrimonio Netto di Gruppo	3.535,4
Patrimonio Netto di pertinenza di Terzi	19,8
Indebitamento finanziario netto	7.958,9
Totale	11.514,1

Dati da: Relazione finanziaria annuale Terna S.p.A. e gruppo Terna, 2016

Conto Economico Riclassificato	
2016	mln euro
Ricavi	
- Corrispettivo Trasmissione	1.735,0
- Corrispettivo Dispacciamento	111,3
- Altri ricavi di gestione	235,7
<i>di cui altri ricavi delle Attività Regolate</i>	49,1
<i>di cui altri ricavi delle Attività Non Regolate</i>	186,6
- Ricavi da costruzione attività in concessione	21,2
Totale Ricavi	2.103,2
Costi Operativi	
- Costo del lavoro	263,6
- Servizi e godimento beni di terzi	179,1
- Materiali	66,5
- Altri costi	35,9
- Qualità del servizio	(7,8)
- Costi di costruzione attività in concessione	21,2
Totale Costi Operativi	558,5
EBITDA	1.544,7
- Ammortamenti e svalutazioni	508,7
EBIT	1.036,0
- Proventi (Oneri) finanziari netti	(102,8)
EBT	933,2
- Imposte sul risultato dell'esercizio	305,3
Utile netto dell'esercizio	627,9
- Quota di pertinenza dei Terzi	(5,2)
Utile netto di gruppo dell'esercizio	633,1

Il debito lordo del gruppo Terna (rating S&P: BBB) ammonta a 8.378 mln€, finanziato da BEI per 2.223 mln€, banche per 31 mln€ e bond per 6.125 mln€; tale debito, al netto di cassa e strumenti finanziari equivalenti ammonta a 7.942 mln€. Nell'anno 2016 Terna ha chiuso con ricavi per 2.103 mln€, in aumento rispetto ai 2.082 mln€ dell'anno precedente, composti da 1.895 mln€ di attività regolate. Gli utili sono in incremento da 595,5 mln€ del 2015 a 633,1 mln€; i dividendi per azione, pari a 20,6 cent€, sono in aumento del 3% rispetto all'anno precedente.

2.3 Regolazione del settore elettrico

2.3.1 Tariffe dei servizi elettrici

Le tariffe per i servizi di trasmissione, distribuzione, dispacciamento e misura dell'energia elettrica sono definite annualmente dall'AEEGSI³⁸ in base allo schema regolatorio definito dalla medesima Autorità che ha validità per un numero di anni definito (Periodo Regolatorio) al fine di coprire e remunerare i costi riconosciuti sostenuti per l'erogazione del servizio fornito.

La regolazione tariffaria attuale in vigore³⁹, stabilita dall'autorità, è valida per il periodo di regolazione 2016-2023, suddiviso in due semi-periodi, NPR1 (2016-2019) e NPR2 (2020-2023):

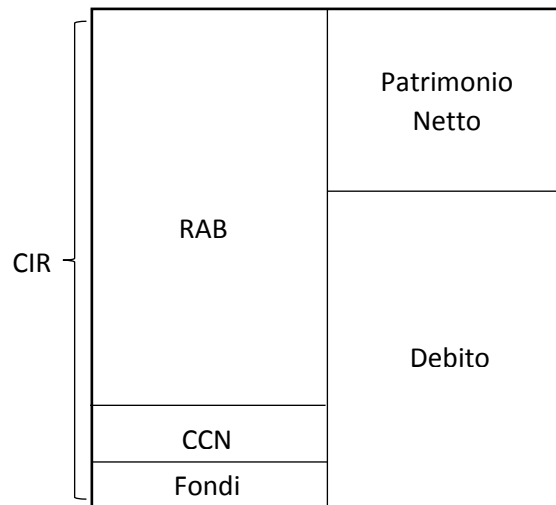
- NPR1: si utilizza lo stesso approccio adottato nei periodi precedenti, basato sulla suddivisione dei costi riconosciuti sostenuti dalle aziende del settore in costi operativi (OpEx), per i quali sono adottati schemi di regolazione soggetti a obiettivi di efficientamento pluriennale, e costi di capitale (CapEx), per i quali sono adottati schemi di regolazione di tipo rate-of-return, con adeguamento del CIR (capitale

³⁸ L. 481/95, art.3, comma 2

³⁹ Del. 23 Dicembre 2015 654/2015/R/EEL

investito netto riconosciuto) in funzione delle dinamiche di investimento/disinvestimento e di ammortamento.

Il CIR è composto dal valore RAB degli asset, ossia il valore contabile degli asset riconosciuti, rivalutato in base al tasso di inflazione determinato dall'Autorità; dal CCN, determinato parametricamente in base al valore della RAB; dai fondi, rilevati contabilmente.



Fonte: Grafico prodotto personalmente

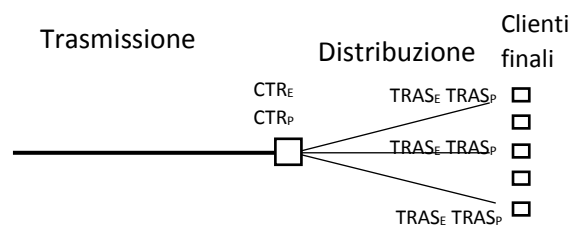
-NPR2: si sta sviluppando un approccio regolatorio basato

sull'unione dei costi sostenuti (ex CapEx e OpEx) in chiave di controllo complessivo della spesa (TotEx)

Per il riconoscimento tariffario nell'NPR1, in ciascun anno, a partire dal 2016, ciascun esercente comunica alla Autorità i dati patrimoniali, fisici ed economici: l'Autorità verifica, anche mediante controlli a campione, la corrispondenza di tali dati con quelli risultanti dai bilanci certificati e dai conti annuali separati redatti secondo TIUC e la pertinenza e la corretta imputazione dei dati con l'attività di riferimento.⁴⁰

Per quanto riguarda il servizio di trasmissione, la tariffa a copertura e remunerazione dei relativi costi viene fatturata dal gestore del sistema di trasmissione (Terna) alle imprese distributrici tramite le componenti CTR (divisa in CTR_E, quota energia e CTR_P, quota potenza).

Le imprese distributrici le ribaltano a loro volta ai clienti finali, tramite le componenti TRAS_E e TRAS_P⁴¹



Fonte: Grafico prodotto personalmente

⁴⁰ Del. 654/2015/R/EEL, allegato A, art.4 comma 1

⁴¹ Del. 654/2015/R/EEL, allegato A, art 5 comma 1 e art.7

A carico dei produttori non si applicano corrispettivi se la quantità di energia prelevata necessaria a fare funzionare gli impianti, ma se il quantitativo prelevato è superiore del 10% al necessario, si applicano tariffe pari ai clienti finali.⁴²

La tariffa è composta da:

- Quota a copertura dei costi operativi (**OpEx**), calcolata come somma dei costi operativi effettivi dell'anno di riferimento e delle efficienze realizzate nei periodi regolatori precedenti non ancora restituite al sistema, aggiornata ogni anno t a valere per l'anno t+1, applicando:

- Tasso di variazione medio annuo, riferito ai dodici mesi precedenti, dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, rilevato dall' Istat.

- Tasso annuale di recupero di produttività (x-factor), pari all'1%, volto a scontare ricavi percepiti in precedenza.

- Tasso di variazione collegato a eventi imprevedibili ed eccezionali, mutamenti del quadro normativo e variazione obblighi relativi al servizio universale.

- Quota a copertura dei costi relativi alla remunerazione del capitale investito (**CapEx**), calcolata applicando il tasso di remunerazione del 5,3%⁴³ al CIR; viene aggiornata annualmente in ciascun anno t a valere per l'anno t+1, applicando:

- Tasso di variazione medio annuo del deflatore degli investimenti fissi lordi rilevato dall'Istat.

- Tasso di variazione collegato agli investimenti netti entrati in esercizio, tenendo conto dei fondi ammortamento, alienazioni, dismissioni e completamento vita utile standard dei cespiti.

- Quota a copertura degli **ammortamenti**, calcolate secondo le vite utili dei cespiti stabilite dall'Autorità⁴⁴, aggiornata annualmente in ciascun anno t a valere per l'anno t+1, applicando:

- Tasso di variazione medio annuo del deflatore degli investimenti fissi lordi rilevato dall'Istat.

⁴² Del. 654/2015/R/EEL, allegato A, art.14

⁴³ Cfr. ultra pag.49 "Remunerazione"

⁴⁴ Cfr. Del. 654/2015/R/EEL

- Tasso di variazione collegato alla riduzione del capitale investito lordo per effetto di alienazione, dismissione e completamento vita utile standard dei cespiti.
- Tasso di variazione collegato agli investimenti lordi realizzati entrati in esercizio.

Gli investimenti in rete di trasmissione sono dunque, oltre che coperti nelle spese (tramite il riconoscimento degli ammortamenti), anche remunerati e incentivati:

- Remunerazione: se gli investimenti sono compatibili con l'efficienza e la sicurezza del sistema e realizzati secondo criteri di economicità, secondo quanto fissato dal TIWACC⁴⁵, tale remunerazione è pari a 5,3%; agli investimenti entrati in esercizio nel periodo 2012-2014 è riconosciuta maggiorazione dell'1%.
- Incentivazione: prevista per le "opere di sviluppo", proposte dal gestore del sistema di trasmissione all'autorità, se rispecchiano alcuni requisiti, e per gli "interventi di sviluppo", composti da un insieme di opere con finalità specifica, se rispecchiano altri requisiti; comporta una maggiorazione dell'1% del tasso di remunerazione del capitale investito.⁴⁶

2.3.2 Piano di sviluppo della Rete di Trasmissione Nazionale (RTN)

Il Ministero dello Sviluppo Economico (MiSE) ha affidato⁴⁷ a Terna la redazione del Piano di Sviluppo (PdS), contenente le linee di sviluppo della Rete di Trasmissione Nazionale, da presentarsi entro il 31 Dicembre di ciascun anno al MiSE e all'Autorità, definito sulla base: dell'andamento del fabbisogno energetico e della domanda da soddisfare nell'arco di tempo preso a riferimento, della necessità di potenziamento delle reti di interconnessione con l'estero, della necessità di ridurre al minimo i rischi di congestione interzonali e delle richieste di connessione alla rete degli aventi diritto.

Tale piano, in particolare, contiene:

⁴⁵ Deliberazione 2 Dicembre 2015 583/2015/R/COM, allegato A

⁴⁶ Cfr. Del. 654/2015/R/EEL, per requisiti da rispettare e controllo dell'Autorità

⁴⁷ Decreto del 20 Aprile 2005

- analisi costi-benefici degli interventi e individuazione degli interventi prioritari;
- indicazione dei tempi previsti di esecuzione e dell'impegno economico preventivato;
- relazione sugli interventi effettuati nel corso dell'anno precedente con l'indicazione delle cause delle mancate realizzazioni o dei ritardi, dei tempi effettivi di realizzazione e dell'impegno economico sostenuto;
- impegno della Concessionaria a conseguire un piano minimo di realizzazioni nel periodo di riferimento, con indicatori specifici di risultato;
- apposita sezione relativa alle infrastrutture di rete per lo sviluppo delle fonti rinnovabili volta a favorire il raggiungimento degli obiettivi nazionali con il massimo sfruttamento della potenza installata, nel rispetto dei vincoli di sicurezza del sistema elettrico.

Il ministero verifica, entro 45 giorni dalla data, la conformità del PdS agli indirizzi impartiti.⁴⁸

Il PdS contiene dunque tutti gli interventi strutturali, di costruzione e di miglioramento delle linee, stazioni ed asset della RTN, nonché, annualmente, vengono inserite le nuove proposte relative ad acquisizioni di asset non facenti parte della RTN e/o le cessioni di elementi della RTN esistenti.⁴⁹

La procedura operativa per l'ampliamento della RTN prevede che: le proposte di ampliamento vengano concordate da Terna con i soggetti proprietari, siano riportate nel PdS ed inviate al MiSE, che ne verifica la conformità approvando il PdS.

Gli asset target di Terna sono quelli che permettono di:

- Evitare casi di difficoltà nell'attività di gestione, esercizio e manutenzione o situazioni che possano creare ostacoli di vario genere nello sviluppo di rete.
- Risolvere quelle situazioni in cui un intervento di sviluppo misto (sia trasmissione che distribuzione) possa portare a problemi di ripartizione competenze.

⁴⁸ Decreto del 15 dicembre 2010

⁴⁹ Ai sensi del D.M. 23 dicembre 2002 del Ministero delle Attività Produttive (oggi MiSE) e dell'art 3.2, lettera f, di cui alla Deliberazione 627/16/eel/r dell'AEEGSI

La modifica dell'ambito della RTN avverrà al momento in cui gli asset in questione saranno conferiti a Terna.

Analogamente al caso acquisizioni, la dismissione di elementi di rete dalla RTN segue lo stesso iter.⁵⁰

L'ottica temporale del PdS è di breve-medio periodo (di norma non superiore al triennio) e di lungo periodo (di norma non superiore al decennio), dimostrando l'utilità di tale strumento, oltre che per avere una lista degli interventi, acquisizioni e dismissioni da effettuare, anche nel rendere tempestivamente note alle amministrazioni locali le esigenze di sviluppo della RTN e consentire, anche attraverso lo strumento della Valutazione Ambientale Strategica, un coordinamento di piani e politiche energetiche e infrastrutturali a livello locale.⁵¹

2.3.3 Iter acquisizioni per ampliamento della RTN

Come rappresentato in precedenza, nell'ambito della predisposizione del PdS, vengono identificati gli asset potenzialmente oggetto di acquisizione e le motivazioni di tali acquisizioni i fini della inclusione nel perimetro della RTN.

Terna invia dunque ai rispettivi proprietari delle manifestazioni di interesse per l'acquisizione di tali asset e, in caso di risposta positiva, procede ad inserirli nel Piano, che viene inviato al MiSE per l'approvazione.

A valle della verifica di conformità del Piano da parte del MiSE, si organizzano gli incontri preliminari con i potenziali venditori, per porre le basi per le fasi successive dell'acquisizione.

Si firma dunque un Non Disclosure Agreement concordato con la controparte, necessario ad avviare la Due Diligence.

La controparte fornisce a Terna le informazioni necessarie, tramite la Data Room o altra modalità, per le operazioni di due diligence; tali dati vengono analizzati da: area tecnica, che procederà anche tramite eventuali controlli degli impianti in sito; area legale, che verificherà la sussistenza di diritti ed autorizzazioni necessarie, oltre che obbligazioni ed eventuali contenziosi pendenti; area patrimonio, che effettuerà

⁵⁰ Piano di Sviluppo 2017 Terna S.p.A.

⁵¹ Codice di Rete 2017, Sviluppo della rete, Terna S.p.A.

le verifiche catastali; area M&A per la stima del valore dell'asset ai fini della definizione del valore; area fiscale per le verifiche sul regime da applicare all'operazione.

Nel caso in cui venga raggiunto l'accordo tecnico-economico inizia la negoziazione del contratto, sotto forma di preliminare sottoposto ad eventuali condizioni sospensive e clausole di revisione del prezzo in base al valore riconosciuto in tariffa dall'AEEGSI; al termine viene sottoscritto il preliminare.

Terna presenta un'istanza al MiSE per inserire l'asset nel perimetro della RTN, allegando la manifestazione di interesse di Terna e del cedente all'operazione e l'estratto di PdS relativo alla transazione; a valle dell'istruttoria il MiSE invia una comunicazione all'AEEGSI per recepire il parere e, se positivo, emette il decreto per l'ampliamento della RTN.

L'AEEGSI certifica il valore RAB dell'asset da acquisire che sarà riconosciuto a Terna nella tariffa, che può coincidere o meno col prezzo pattuito nel preliminare: nell'ultimo caso può attivarsi l'eventuale clausola di revisione del prezzo.

All'ottenimento del decreto di ampliamento della RTN si procede con il closing del contratto, con conseguente trasferimento della proprietà dell'asset e transazione.

Nel caso in cui l'AEEGSI non si sia ancora pronunciata in merito al valore RAB dell'asset, il prezzo potrà essere adeguato successivamente alla data del closing.

2.3.4 Pricing operazioni di M&A nel contesto regolamentato

Nell'ambito del settore elettrico il valore di mercato di un asset è rappresentato generalmente dal suo valore RAB, in quanto tale valore coincide con l'attualizzazione dei flussi provenienti dalla tariffa a copertura e remunerazione dell'acquisto.

Esempio

Si prenda in considerazione l'investimento riconosciuto in un asset pari ad €1000, assumendo per semplicità vita utile 5 anni ed entrata in esercizio lo stesso anno dell'investimento.

Si assume secondo TIWACC, inflazione ad 1,50%, da cui si ricava un WACC nominale a 6,90%.

È dunque evidente per ogni anno l'equivalenza fra il valore attuale dei flussi derivanti dalla tariffa e il valore in RAB, che rappresenta infatti il prezzo di mercato dell'asset.

Risalta inoltre il lag (fra "Anno" e "Anno tariffa" del modello) nella remunerazione: ad entrata in esercizio nel 2017, l'investimento sarà riconosciuto in tariffa dal 2018⁵².

		Anno tariffa	2018	2019	2020	2021	2022
Assumption		Anno	2017	2018	2019	2020	2021
Vita Utile	5	Ammortamenti	€ 200,0	€ 200,0	€ 200,0	€ 200,0	€ 200,0
WACC	5,3%	Fondo Amm.	€ 200,0	€ 400,0	€ 600,0	€ 800,0	€ 1.000,0
WACC (netto infl.)	6,9%	Valore Netto Asset	€ 800,0	€ 600,0	€ 400,0	€ 200,0	€ -
Anno	2017	Deflatore	1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773
Investimento	€ 1.000,0	RAB	€ 812,0	€ 618,1	€ 418,3	€ 212,3	€ -
Entrata in Esercizio	€ 1.000,0	Ammortamenti regolatori	€ 203,0	€ 206,0	€ 209,1	€ 212,3	€ 215,5
Inflazione	1,50%	Remunerazione RAB	€ 54,0	€ 43,8	€ 33,4	€ 22,6	€ 11,5
		Remunerazione Amm.	€ 203,0	€ 206,0	€ 209,1	€ 212,3	€ 215,5
		Remunerazione tariffa RAB	€ 257,0	€ 249,9	€ 242,5	€ 234,9	€ 226,9
		VA remunerazione	€ 812,0	€ 618,1	€ 418,3	€ 212,3	€ -
		RAB	€ 812,0	€ 618,1	€ 418,3	€ 212,3	€ -

2.4 Caso pratico: Valutazione asset in acquisizione da Terna per l'ampliamento della RTN

Di seguito viene riportato un caso pratico di applicazione delle tecniche finora descritte nell'elaborato, seguito nel corso del periodo di stage svolto presso l'ufficio M&A di Terna.

Nel caso studio i dati sugli asset, per motivi di non disclosure, non sono reali, ma saranno rappresentativi dei vari tipi di cespiti oggetto di acquisizione.

Il valore di mercato di un asset nel settore elettrico è generalmente pari al valore in RAB⁵³, per cui sarà necessario per l'analista stimare tale valore a partire dagli importi di bilancio, forniti dalla controparte, degli asset in via di acquisizione.

⁵² Cfr. infra pag.48 "aggiornata annualmente in ciascun anno t a valere per l'anno t+1"

⁵³ Cfr. infra pag.53

Si ipotizza dunque l'acquisizione di un cavidotto di lunghezza 32 km, la cui vita utile regolatoria (VUR)⁵⁴ è di 45 anni; un reattore, con VUR a 33 anni; un'area di stazione, senza vita utile poiché, in quanto terreno, non è ammortizzabile.

Tali asset però, dal momento della costruzione a quello dell'acquisizione, sono stati ammortizzati secondo i criteri dell'azienda che li possedeva e, dato che erano stati costruiti ed entrati in esercizio insieme ad un altro cespite a vita utile 10 anni, anch'essi sono stati ammortizzati presupponendo la stessa vita utile.

Tutti i dati rappresentati sono in migliaia di euro (k€).

Asset	Importi	Tipologia asset	VU pre-acquisizione	VUR
Cavidotto	€ 19.780,00	Linee di trasmissione	10	45
Reattore	€ 1.090,00	Stazioni elettriche	10	33
Area di stazione	€ 16,30	Terreni	N/D	N/D
Totale	€ 20.886,30			

Per proseguire con le successive valutazioni è necessario introdurre i dati su cui queste si baseranno: secondo TIWACC il WACC reale è pari al 5,3%; il WACC nominale al 6,9%; il WACC nominale post-tasse è 4,5%; l'inflazione è stimata pari all'1,5%; le imposte sono pari al 34,4%; il CCN è calcolato forfettariamente allo 0,1%⁵⁵; le OpEx sono stimate ipotizzando un KPI pari a 1 k€/km, ammontando a 32 k€ data la lunghezza di 32 km del cavidotto.

Assumption			
WACC Real Pre Tax	5,3%		
WACC Nominal Pre Tax	6,9%		
WACC Nominal After Tax	4,5%		
inflation index	1,5%		
Fattore correttivo imposte	0,5%		
CCN [%RAB]	0,1%		
Tax Rate (on returns)	34,4%	km	k€/km
OpEx	€ 32,00	32	€ 1,00

Basandosi su tali dati è ora possibile calcolare il valore RAB dei singoli asset da acquisire: tale valore è pari al valore netto, rivalutato per il deflatore, alla data di acquisizione, ottenibile come differenza tra valore a costo storico del cespite stratificato per anno di entrata in esercizio al netto degli ammortamenti cumulati alla data (fondo ammortamento).

Ciò non vale per il terreno, in quanto non soggetto a ammortamenti: verrà solo rivalutato.

L'applicazione del deflatore cumulato alla data trasforma il dato al costo storico in valori a prezzi correnti, neutralizzando l'impatto dell'inflazione.

⁵⁴ Del. 654/2015/R/EEL, allegato A

⁵⁵ Del. 654/2015/R/EEL

Anno tariffa	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Anno	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Deflatore	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
2013	1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773	1,0934	1,1098	1,1265	1,1434
2014		1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773	1,0934	1,1098	1,1265
2015			1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773	1,0934	1,1098
2016				1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773	1,0934
2017					1,0150	1,0302	1,0457	1,0614	1,0773
2018						1,0150	1,0302	1,0457	1,0614
2019							1,0150	1,0302	1,0457
2020								1,0150	1,0302
2021									1,0150

Indicizzando secondo deflatore anche gli ammortamenti, è possibile ottenere gli ammortamenti regolatori riconosciuti in tariffa.

Da tali dati si ottengono i ricavi che tali asset genereranno in futuro in tariffa: la remunerazione di RAB (pari al valore in RAB + il valore del CCN, moltiplicati per il WACC), la remunerazione degli ammortamenti (pari al valore degli ammortamenti regolatori) e la remunerazione delle OpEx (per semplicità pari alle opex effettive).

Risalta nel modello quanto spiegato in precedenza: gli ammortamenti per i primi 3 anni (pre-acquisizione) sono stati calcolati secondo vita utile 10 anni, dunque sono pari al valore lordo dell'asset diviso per la vita utile; successivamente saranno ammortizzati secondo criteri regolatori, dunque, per i restanti 42 anni per il cavidotto e 30 anni per il reattore, gli ammortamenti saranno pari al valore lordo al netto dei primi 3 anni di ammortamento diviso per le rispettive VUR.

Si evidenzia anche come la remunerazione per il reattore termini prima di quella del cavidotto in quanto ha minore vita utile regolatoria, mentre la remunerazione per il terreno può continuare all'infinito.

Gli anni tariffari dal 2019 al 2045 e dal 2048 al 2058 sono nascosti per motivi espositivi.

Cavidotto								
Anno	2015	2016	2017	2018	2046	2047	2058	2059
Acc. Amm.	€ 1.978,00	€ 1.978,00	€ 1.978,00	€ 329,67	€ 329,67	€ 329,67	€ 329,67	€ 329,67
Fondo Amm.	€ 1.978,00	€ 3.956,00	€ 5.934,00	€ 6.263,67	€ 15.494,33	€ 15.824,00	€ 19.450,33	€ 19.780,00
Valore Netto	€ 17.802,00	€ 15.824,00	€ 13.846,00	€ 13.516,33	€ 4.285,67	€ 3.956,00	€ 329,67	€ -
RAB	€ 18.069,03	€ 16.302,28	€ 14.478,46	€ 14.345,74	€ 6.901,31	€ 6.466,00	€ 634,72	€ -
Amm. Reg.	€ 2.007,67	€ 2.037,79	€ 2.068,35	€ 349,90	€ 530,87	€ 538,83	€ 634,72	€ 644,24
Rem. RAB	€ 1.069,04	€ 976,56	€ 881,06	€ 782,57	€ 395,76	€ 373,00	€ 67,57	€ 34,27
Rem. Amm	€ 2.007,67	€ 2.037,79	€ 2.068,35	€ 349,90	€ 530,87	€ 538,83	€ 634,72	€ 644,24
Reattore								
Anno	2015	2016	2017	2018	2046	2047		
Acc. Amm.	€ 109,00	€ 109,00	€ 109,00	€ 25,43	€ 25,43	€ 25,43		
Fondo Amm.	€ 109,00	€ 218,00	€ 327,00	€ 352,43	€ 1.064,57	€ 1.090,00		
Valore Netto	€ 981,00	€ 872,00	€ 763,00	€ 737,57	€ 25,43	€ -		
RAB	€ 995,72	€ 898,36	€ 797,85	€ 782,83	€ 40,96	€ -		
Amm. Reg.	€ 110,64	€ 112,29	€ 113,98	€ 26,99	€ 40,96	€ 41,57		
Rem. RAB	€ 58,91	€ 53,81	€ 48,55	€ 43,12	€ 4,36	€ 2,21		
Rem. Amm	€ 110,64	€ 112,29	€ 113,98	€ 26,99	€ 40,96	€ 41,57		
Area di stazione								
Anno	2015	2016	2017	2018	2046	2047	2058	2059
RAB	€ 16,54	€ 16,79	€ 17,04	€ 17,30	€ 26,25	€ 26,64	€ 31,38	€ 31,85
Rem. RAB	€ 0,88	€ 0,89	€ 0,91	€ 0,92	€ 1,40	€ 1,42	€ 1,67	€ 1,69
Rem. OpEx	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00

Dai dati ottenuti è ora possibile creare il business plan di acquisizione con i dettagli relativi a stato patrimoniale, conto economico e cashflow dell'azienda che attualmente ha gli asset target.

A tal fine è necessario però introdurre i valori aziendali che si discostano da quelli regolatori: la tassazione, che ammonta al 24% IRES e 4,9% IRAP e il CCN, basato su uno scostamento fra soddisfacimento di crediti e debiti di, rispettivamente, 60 giorni su 360 e 90 giorni su 360.

Taxes			
	IRES	24%	
	IRAP	4,9%	
CCN		giorni	
Dilazione crediti	60	360	
Dilazione debiti	90	360	

Nel CE i ricavi, come sopra scritto, dipendono da remunerazione tariffaria del valore RAB degli asset, del CCN regolatorio, gli ammortamenti e le OpEx; i costi sono rappresentati solo dalle OpEx; i D&A sono diversi fra il periodo fino al 2048 e quello successivo in quanto terminano gli ammortamenti del reattore, ma non si ha una differenza rilevante negli utili in quanto cessa anche la remunerazione di tale asset; si evidenzia inoltre la differenza descritta in precedenza fra gli ammortamenti pre e post acquisizione.

Nell'attivo dello stato patrimoniale non si presuppongono spese (CapEx nel cashflow) volte ad incrementare il valore degli asset, che diminuisce secondo ammortamenti contabili, tranne per il terreno che mantiene il suo valore invariato; il CCN segue le ipotesi aziendali; al passivo non si utilizza debito in quanto si presuppone che l'azienda non ne abbia contratto per finanziare la costruzione degli asset (ipotesi coerente con la scelta del metodo di valutazione che parimenti non terrà conto degli aspetti legati al debito); non è presente l'incremento di capitale necessario per l'investimento ma si presuppone che vi sia patrimonio netto a copertura ad inizio anno, in quanto l'apporto di capitale è avvenuto l'anno precedente.

Conto Economico								
Anno	2015	2016	2017	2018	2046	2047	2048	2059
Ricavi	€ 3.279,14	€ 3.213,35	€ 3.144,85	€ 1.235,51	€ 1.005,34	€ 989,03	€ 929,83	€ 712,21
<i>Rem. Cavidotto</i>	€ 1.069,04	€ 976,56	€ 881,06	€ 782,57	€ 395,76	€ 373,00	€ 349,47	€ 34,27
<i>Rem. Reattore</i>	€ 58,91	€ 53,81	€ 48,55	€ 43,12	€ 4,36	€ 2,21	€ -	€ -
<i>Rem. Area di stazione</i>	€ 0,88	€ 0,89	€ 0,91	€ 0,92	€ 1,40	€ 1,42	€ 1,44	€ 1,69
<i>Rem. Ammortamenti</i>	€ 2.118,31	€ 2.150,08	€ 2.182,33	€ 376,89	€ 571,83	€ 580,40	€ 546,92	€ 644,24
<i>Rem. OpEx</i>	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00
Costi	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00
<i>OpEx</i>	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00	€ 32,00
EBITDA	€ 3.247,14	€ 3.181,35	€ 3.112,85	€ 1.203,51	€ 973,34	€ 957,03	€ 897,83	€ 680,21
D&A	€ 2.087,00	€ 2.087,00	€ 2.087,00	€ 355,10	€ 355,10	€ 355,10	€ 329,67	€ 329,67
EBIT	€ 1.160,14	€ 1.094,35	€ 1.025,85	€ 848,41	€ 618,24	€ 601,93	€ 568,16	€ 350,54
Oneri finanziari	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
EBT	€ 1.160,14	€ 1.094,35	€ 1.025,85	€ 848,41	€ 618,24	€ 601,93	€ 568,16	€ 350,54
Tasse	€ 335,28	€ 316,27	€ 296,47	€ 245,19	€ 178,67	€ 173,96	€ 164,20	€ 101,31
<i>IRES</i>	€ 278,43	€ 262,64	€ 246,20	€ 203,62	€ 148,38	€ 144,46	€ 136,36	€ 84,13
<i>IRAP</i>	€ 56,85	€ 53,62	€ 50,27	€ 41,57	€ 30,29	€ 29,49	€ 27,84	€ 17,18
Utile netto	€ 824,86	€ 778,08	€ 729,38	€ 603,22	€ 439,57	€ 427,97	€ 403,96	€ 249,23
Cashflow								
Anno	2015	2016	2017	2018	2046	2047	2048	2059
Utile netto	€ 824,86	€ 778,08	€ 729,38	€ 603,22	€ 439,57	€ 427,97	€ 403,96	€ 249,23
D&A	€ 2.087,00	€ 2.087,00	€ 2.087,00	€ 355,10	€ 355,10	€ 355,10	€ 329,67	€ 329,67
ΔCCN	€ 538,52	-€ 10,97	-€ 11,42	-€ 318,22	-€ 2,60	-€ 2,72	-€ 9,87	-€ 3,96
FCFO	€ 2.373,33	€ 2.876,05	€ 2.827,80	€ 1.276,54	€ 797,27	€ 785,79	€ 743,50	€ 582,86
CapEx	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FCFO post-investimenti	€ 2.373,33	€ 2.876,05	€ 2.827,80	€ 1.276,54	€ 797,27	€ 785,79	€ 743,50	€ 582,86
Variazioni debito	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Incrementi di capitale	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Dividendi	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
Variazioni di cassa	€ 2.373,33	€ 2.876,05	€ 2.827,80	€ 1.276,54	€ 797,27	€ 785,79	€ 743,50	€ 582,86

Stato patrimoniale								
Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Immobilizzazioni	€ 18.799,30	€ 16.712,30	€ 14.625,30	€ 14.270,20	€ 4.327,40	€ 3.972,30	€ 3.642,63	€ 16,30
<i>Cavidotto</i>	€ 17.802,00	€ 15.824,00	€ 13.846,00	€ 13.516,33	€ 4.285,67	€ 3.956,00	€ 3.626,33	€ -
<i>Reattore</i>	€ 981,00	€ 872,00	€ 763,00	€ 737,57	€ 25,43	€ -	€ -	€ -
<i>Area di stazione</i>	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30	€ 16,30
CCN	€ 538,52	€ 527,56	€ 516,14	€ 197,92	€ 159,56	€ 156,84	€ 146,97	€ 110,70
<i>Crediti commerciali</i>	€ 546,52	€ 535,56	€ 524,14	€ 205,92	€ 167,56	€ 164,84	€ 154,97	€ 118,70
<i>Debiti commerciali</i>	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00	€ 8,00
CIN	€ 19.337,82	€ 17.239,86	€ 15.141,44	€ 14.468,12	€ 4.486,96	€ 4.129,14	€ 3.789,60	€ 127,00
Debito netto	-€ 2.373,33	-€ 5.249,38	-€ 8.077,18	-€ 9.353,72	-€ 34.488,03	-€ 35.273,82	-€ 36.017,31	-€ 43.254,95
<i>Debito</i>	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
<i>Cassa</i>	€ 2.373,33	€ 5.249,38	€ 8.077,18	€ 9.353,72	€ 34.488,03	€ 35.273,82	€ 36.017,31	€ 43.254,95
Patrimonio netto BoY	€ 20.886,30	€ 21.711,16	€ 22.489,24	€ 23.218,62	€ 38.535,41	€ 38.974,98	€ 39.402,96	€ 43.132,72
<i>Incrementi di capitale</i>	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
<i>Dividendi</i>	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
<i>Utile netto</i>	€ 824,86	€ 778,08	€ 729,38	€ 603,22	€ 439,57	€ 427,97	€ 403,96	€ 249,23
Patrimonio netto EoY	€ 21.711,16	€ 22.489,24	€ 23.218,62	€ 23.821,83	€ 38.974,98	€ 39.402,96	€ 39.806,92	€ 43.381,95
Equity+Liabilities	€ 19.337,82	€ 17.239,86	€ 15.141,44	€ 14.468,12	€ 4.486,96	€ 4.129,14	€ 3.789,60	€ 127,00

A tal punto si realizza il valuation model con l'applicazione di un modello principale, l'Unlevered Discounted CashFlow, con differenti ipotesi sul terminal value (perpetuity (rendita) e RAB dell'anno dal quale si presuppone un trend costante), e un modello di confronto, il metodo dei multipli.

Nel caso studio si utilizza DCF + Perpetuity presupponendo un trend costante dal 2022, con tasso di crescita pari a 0 in quanto si ipotizzano investimenti successivi per mantenere in esercizio gli asset acquisiti a costo almeno pari alla remunerazione.

Il WACC utilizzato per l'attualizzazione e per creare la perpetuity è quello nominale after taxes, in quanto l'effetto dell'inflazione è stato già neutralizzato dal deflatore e le tasse sono considerate nel valuation model.

Per DCF + TV (RAB) si utilizza il valore della RAB al 2022.

I multipli utilizzati sono quelli al 13/09/2017, ottenuti da Bloomberg e da Borsa Italiana:



Fonte: Bloomberg Finance L.P., 2017

È necessario però introdurre un multiplo molto utilizzato nei contesti regolamentati, quello del P/RAB, basato sul rapporto fra capitalizzazione di mercato dell'azienda regolata e il suo valore RAB contabile degli asset finanziato dall'equity (equity RAB).

Azioni(mld)	2010,00
Prezzo(13/09/17)	€ 4,93
Capitalizzazione	€ 9.909,30
RAB	€ 15.000,00
DEBITO	€ 8.000,00
Equity RAB	€ 7.000,00
P/RAB	1,42

Nel caso di Terna il totale delle azioni ammonta a 2.010 milioni, con prezzo azionario di chiusura al 13/09/17 pari a 4,93€: si ricava dunque la capitalizzazione di 9.909,30 mln€; utilizzando valori rappresentativi di RAB e debito, è possibile ottenere il valore dell'equity RAB che, messo in rapporto con la capitalizzazione, rappresenta il multiplo P/RAB.

In questo caso specifico i flussi del valuation model per il DCF sono uguali ai flussi del cashflow studiato precedentemente: ciò perché nella struttura finanziaria si è ipotizzata l'assenza di debito e di dividendi, altrimenti il cashflow sarebbe inferiore al valuation model per l'effetto negativo di questi ultimi e della restituzione del debito.

I valori risultanti superiori al valore RAB sono indicati in verde; in rosso quelli inferiori al RAB.

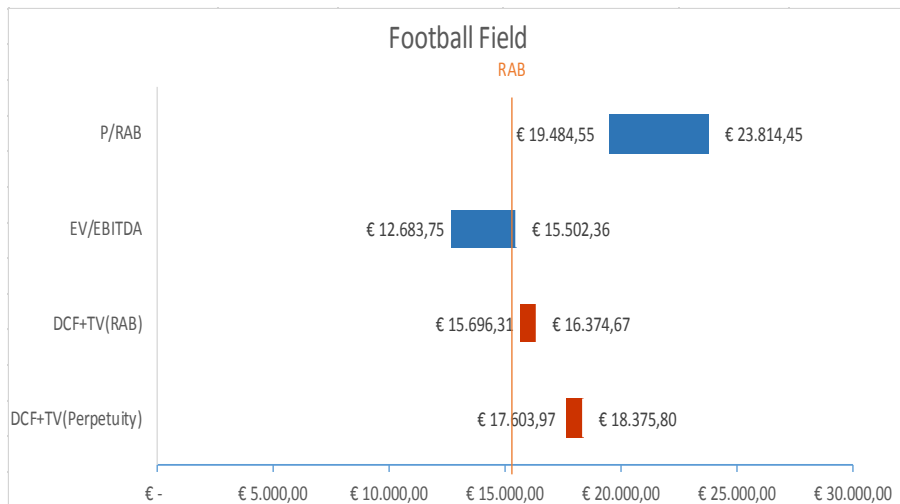
Valuation model							
Anno	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2059
EBIT	€ 1.094,35	€ 1.025,85	€ 848,41	€ 846,09	€ 843,43	€ 840,42	€ 350,54
Tasse	€ 376,46	€ 352,89	€ 291,85	€ 291,05	€ 290,14	€ 289,10	€ 120,59
NOPAT	€ 717,89	€ 672,96	€ 556,55	€ 555,03	€ 553,29	€ 551,31	€ 229,95
D&A	€ 2.087,00	€ 2.087,00	€ 355,10	€ 355,10	€ 355,10	€ 355,10	€ 329,67
ΔCCN	€ 538,52	-€ 10,97	-€ 11,42	-€ 318,22	-€ 0,39	-€ 0,44	-€ 3,82
CapEx	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -	€ -
FCFO	€ 2.266,37	€ 2.770,92	€ 923,07	€ 1.228,36	€ 908,77	€ 906,86	€ 563,44
RAB	€ 15.293,36						
DCF+TV(Perpetuity)	€ 17.984,55	g(sv.amm.-infl.)	-0,76%				
Svalutazione Amm.	2,26%	TV	€ 17.093,59				
Anno	2018	2019	2020	2021	2022		
FDC	€ 923,07	€ 1.228,36	€ 908,77	€ 906,86	€ 17.998,29		
DCF+TV(RAB)	€ 16.030,83	RAB ₂₀₂₂	€ 14.655,39				
Anno	2018	2019	2020	2021	2022		
FDC	€ 923,07	€ 1.228,36	€ 908,77	€ 906,86	€ 15.560,10		
	EV/EBITDA	P/RAB					
Multiplo	11,71	1,42					
Valore	€ 14.093,05	€ 21.649,50					

Per concludere la valutazione è opportuno considerare scenari diversi attraverso un'analisi di sensitivity: nel caso studio si ipotizza uno scostamento a eccesso e difetto del WACC nominale di 0,5 punti percentuali e uno scostamento a eccesso e difetto dei multipli del 10% del proprio valore.

Sensitivity	min	max
WACC	5,03%	4,03%
DCF+TV(Perpetuity)	€ 17.603,97	€ 18.375,80
DCF+TV(RAB)	€ 15.696,31	€ 16.374,67
EV/EBITDA	10,54	12,88
Valore	€ 12.683,75	€ 15.502,36
P/RAB	1,27	1,56
Valore	€ 19.484,55	€ 23.814,45

È possibile da tali dati costruire la tabella degli scostamenti per rappresentare i risultati nel grafico football field:

Football Field	min	Δ	max
DCF+TV(Perpetuity)	€ 17.603,97	€ 771,83	€ 18.375,80
DCF+TV(RAB)	€ 15.696,31	€ 678,36	€ 16.374,67
EV/EBITDA	€ 12.683,75	€ 2.818,61	€ 15.502,36
P/RAB	€ 19.484,55	€ 4.329,90	€ 23.814,45



Fonte: Grafico prodotto personalmente

Da tali valutazioni è possibile arrivare a conoscere quale sarà l'impatto dell'acquisizione dell'asset in Terna, quale valore creerà per l'azienda e come sarebbe valutata in diversi contesti, anche considerando possibili scostamenti futuri.

Questi dati sono fondamentali per la contrattazione e lo sviluppo di clausole, soprattutto in vista di concreti scenari avversi che possano determinare una diminuzione di valore degli asset e la necessità di eventuali ulteriori spese per renderli operativi.

Conclusioni

L'analisi di questo elaborato è stata rivolta all'intero processo di M&A, iniziando da concetti di base e aspetti strategici, allo scopo di fornire il movente dell'operazione: crescita, integrazione, diversificazione, acquisizione know-how, diversificazione finanziaria e eccessi di liquidità.

Si è passato poi al procedimento vero e proprio, dai primi contatti alla lettera d'intenti, base per la data room e la due diligence principale, alla contrattazione, con le varie clausole stabilite nella negoziazione, al signing del preliminare, il closing e l'integrazione finale dell'asset, o dell'azienda acquisita, nell'acquirente.

È stato approfondito, in questo contesto, l'ambito dell'analisi del valore del target attraverso vari modelli: dai semplici valore contabile, di liquidazione e di sostituzione a multipli di mercato delle comparables e di transazioni, al Discounted CashFlow, Dividend Discount Model (I e II stage) e Sum Of the Parts, con sensitiviy dei suddetti modelli e rappresentazione nel grafico Football Field; si sono anche valutate sinergie e aspetti finanziari e contabili di rilievo; è stata effettuata un'analisi delle opzioni reali con valutazione attraverso modello di Black-Scholes.

L'elaborato si focalizza inoltre nel contesto pratico dell'applicazione di tali modelli, che sono tutti sviluppati con esempi pratici e messi in relazione per vantaggi e svantaggi e valori numerici.

Si sono infine esaminati, anche nella pratica con esempi numerici, alcuni aspetti peculiari che interessano la sola acquisizione di aziende, quali l'acquisition premium o eventuali sconti per illiquidità, le acquisizioni effettuate attraverso swap di azioni e alcuni aspetti contabili distorsivi, che possono essere utilizzati dal management per ottenere condizioni più favorevoli nel deal.

Il processo di M&A analizzato è stato poi contestualizzato nel suo aspetto pratico in Terna S.p.A., in virtù dell'esperienza acquisita in uno stage trimestrale nell'ufficio M&A dell'azienda: si è descritto il settore in cui Terna opera; è stata effettuata una company overview basata su storia aziendale, composizione del gruppo e aspetti economico-finanziari; sono stati analizzati i revenue streams regolati che percepisce l'azienda attraverso tariffa e il Piano di Sviluppo RTN, nel quale sono concordati con il MiSE gli asset da acquisire in ambito RTN, esaminando poi il pricing nelle operazioni di acquisizione dei suddetti asset.

I modelli di valutazione descritti in precedenza sono infine stati applicati nell'analisi pratica dell'acquisizione di un asset, secondo la procedura seguita dagli analisti M&A di Terna.

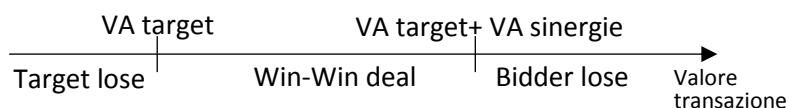
L'obiettivo che si propone tale elaborato, oltre che spiegare ed applicare nella pratica il processo di M&A e i suoi metodi di analisi, è anche quello di studiare alcune best practice che possano contribuire a creare valore nel deal ed evitare di ricercare apparenti fenomeni finanziari di breve termine, come bootstrapping, incremento di EPS e earnings management.

Si evince infatti l'importanza per il management di finalizzare il deal all'ottenimento di valore per gli azionisti della società acquirente, applicando metodi di valutazione con adeguati rate-of-return e scrupolose due diligence, non lasciandosi trascinare da valutazioni soggettive o dall'impulso di finalizzare il deal rapidamente.

Bisogna inoltre avere una visione complessiva, evitando di focalizzare la propria attenzione solo sui risultati, dell'intero procedimento di M&A: dalla ricerca di mercato alla due diligence, valutazioni, deal designing e negoziazione, facendo leva sulle interazioni positive ottenibili fra i vari processi.

È anche opportuno adottare una visione win-win dei vari deal, senza ritenere che ottenere valore da una parte necessiti sottrarre dall'altra: i deal che hanno avuto successo sono stati quelli nei quali si è sviluppato valore per entrambe le parti, grazie al plusvalore apportato dalle sinergie⁵⁶.

Infine bisogna ricordare che l'unica motivazione da



Fonte: Schema prodotto personalmente

seguire per strutturare un deal vantaggioso è quella strategica: come dimostrano gli storici grandi fallimenti citati nell'elaborato, non si devono perseguire i fenomeni finanziari di cui sopra, né speculare attraverso operazioni di M&A in quanto "The market will fluctuate", come rispose J. P. Morgan ad una richiesta di prevedere

⁵⁶ Robert F. Bruner, Applied Mergers & Acquisitions, cap.38, Wiley Finance, 2004

l'andamento del mercato azionario ed una fluttuazione negativa, con gli alti livelli di rischio che tali operazioni comportano, spesso vuol dire fallimento.

*Un ringraziamento particolare al
dott. Gencarelli Paolo per il
supporto fornito durante la
stesura dell'elaborato.*

Bibliografia/Sitografia

- Avv. Arossa F., Le clausole di “garanzia” e di indennizzo nel “contratto di acquisizione” di partecipazioni sociali, S.d.
- Birkinshaw, Bresman, Hakanson, Managing the post-acquisition integration process. How the human integration and task integration process interact to foster value creation, *Journal of Management Studies*, 2000
- Bruner F. Robert, Applied Mergers & Acquisitions, Wiley Finance, 2004
- Caroli Matteo, La funzione finanziaria e la valutazione economica delle strategie, LUISS, 2015
- Christensen, Alton, Rising, Waldeck, The Big Idea: The New M&A Playbook, *HBR*, 2011
- Corporate Finance Institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/uploads/2017/05/m-n-a-process.jpg>, 2017
- Doukas J. e Travlos N.G., The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholder’s Wealth, 1988
- Gaughan A. Patrick, Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Wiley Finance, 2010
- Guerrini A., I multipli. Rendicontazione e controllo delle risorse immateriali, Università di Verona, 2012
- Guicciardi F. (K Finance), Guida M&A, Come valutare, acquistare e cedere un’azienda. Il processo di vendita, Tavolo di lavoro M&A, 2007
- Hanouna, Paul and Sarin, Atulya and Shapiro, Alan C., Value of Corporate Control: Some International Evidence, 2001
- Louis H., Earnings management and the market performance of acquiring firms, *Pennsylvania State University working paper*, 2002
- Mollo, Montasanto, Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma, Consob, 2015
- Perry E., Williams T., Earnings management preceding management buyout offers, *Journal of Accounting and Economics*, 1994
- Roll R., The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, 1986
- Not. Santangelo S., Riflessioni in tema di aumenti e riduzioni in occasione di fusioni e scissioni, Fondazione Italiana del Notariato, S.d.
- Stanzione C. (Rödl & amp), “Asset deal” vs “share deal”: vantaggi e svantaggi a confronto, con particolare attenzione all’aspetto fiscale, *ilsole24ore*, 2013
- Tanzi Mariotti M. (PWC), <https://www.datocms-assets.com/45/1459519385-GuidaMAComevalutareacquistarecedereazienda.pdf?ixlib=rb-1.1.0>, pag. 36, 2007
- Terna S.p.A., Codice di Rete 2017, Sviluppo della rete

Terna S.p.A., <https://www.terna.it/en-gb/chisiamo/lenostreattivita/lareteelettricaitaliana.aspx>, 2017

Terna S.p.A., Piano di Sviluppo 2017

Terna S.p.A., Relazione finanziaria annuale Terna S.p.A. e gruppo Terna, 2016

Terna S.p.A., Relazione intermedia sulla gestione, 2017