Analisi degli sconti di liquidità tramite il metodo dei multipli di transazioni comparabili

Relatore
Prof. Riccardo Tiscini

Candidato
Andrea Bizzarri
Matricola 682221

Correlatore
Prof. Eugenio Pinto

ANNO ACCADEMICO 2018/2019
Indice

Introduzione........................................................................................................................................4

Capitolo I. Operazioni di Mergers and Acquisitions .........................................................................5

  1.1 Una prospettiva globale ..................................................................................................................5
  1.2 Definizione di una transazione, il processo di vendita .................................................................10
  1.3 Il mercato M&A 2018 .....................................................................................................................19
    1.3.1 Global deals ...............................................................................................................................19
    1.3.2 Western Europe ........................................................................................................................23
    1.3.3 North America ..........................................................................................................................26
    1.3.4 Asia and Asia Pacific ..................................................................................................................28
    1.3.5 Middle East & North Africa ........................................................................................................30
    1.3.6 Russia & Central and Eastern Europe .......................................................................................32
  1.4 Il mercato M&A 2018 in Italia .........................................................................................................34

Capitolo II. La Valutazione d’Azienda ...............................................................................................38

  2.1 Introduzione al processo valutativo ...............................................................................................38
  2.2 Il metodo patrimoniale ..................................................................................................................40
  2.3 Il metodo reddituale ....................................................................................................................48
    2.3.1 Approccio Equity side nella determinazione del valore economico ......................................50
    2.3.2 Approccio Asset side nella determinazione del valore economico ........................................52
  2.4 Il metodo finanziario ....................................................................................................................54
    2.4.1 Discounted Cash Flow ..............................................................................................................54
    2.4.1.1 Approccio Asset Side nella determinazione del valore economico ......................................56
    2.4.1.2 Approccio Equity side nella determinazione del valore economico ...................................59
    2.4.2 Dividend Discount Model ........................................................................................................61
  2.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale ....................................................................................63
  2.6 I metodi dei multipli di mercato .....................................................................................................66
    2.6.1 Approccio delle società comparabili .......................................................................................69
    2.6.2 Approccio delle transazioni comparabili ..................................................................................71

Capitolo III. Analisi degli sconti di liquidità tramite il metodo dei multipli di transazioni comparabili .................................................................................................................................74

  3.1 Introduzione ....................................................................................................................................74
  3.2 Liquidity e Marketability ...............................................................................................................75
  3.3 La domanda di moneta: rapida digressione sul modello keynesiano ...........................................77
  3.4 Nel merito della Illiquidity ............................................................................................................81
  3.5 I costi di transazione di attività quotidiate ..................................................................................82
    3.5.1 Il Bid-Ask Spread .......................................................................................................................83
    3.5.2 Il Price Impact ............................................................................................................................85
    3.5.3 Il costo opportunità dell’attesa ...................................................................................................87
  3.6 I costi di transazione di attività non quotidiate ............................................................................88
  3.7 Studi empirici del recente passato sugli Sconti di Liquidità .........................................................89
    3.7.1 Sconto di illiquidità sul valore ..................................................................................................90
3.7.2 Illiquidità e tassi di sconto ................................................................. 91
3.7.3 L’illiquidità come un’opzione .......................................................... 92

3.8 Contributo empirico allo studio degli sconti di liquidità ....................... 94

3.9 Settore Energy&Utilities ........................................................................ 95
3.10 Settore Information Technology .......................................................... 109
3.11 Settore Food&Beverage ........................................................................ 112

Conclusioni ...................................................................................................... 116

Bibliografia ...................................................................................................... 119

Sitografia ......................................................................................................... 121
Introduzione

Al giorno d’oggi il consumatore ha sviluppato una particolare razionalità nel prendere le decisioni. Tale sviluppo si è concretizzato, con il passare del tempo, grazie ai numerosi strumenti di supporto di cui il consumatore dispone senza nemmeno rendersene conto. In un’epoca in cui il mercato globale permette di interfacciarsi con i prodotti venduti dall’altra parte del mondo, il consumatore è in grado di distinguere le varie offerte e di valutarne l’acquisto. Oggi è la velocità a farla da padrone; il consumatore attua un meccanismo di valutazione caratterizzato da rapidità che sia, al tempo stesso, il più corretto possibile al fine di non pregiudicare la propria soddisfazione. In tale frangente, la rete di interconnessione globale è la diretta conseguenza di società che applicano la stessa metodologia di valutazione propria del consumatore; con la differenza che le prime ricercano obiettivi di crescita dimensionale attraverso le sinergie instaurabili per mezzo di operazioni di fusione e acquisizione.

Il presente elaborato si prefigge l’obiettivo di determinare come avviene tale meccanismo di valutazione e, nello specifico, di evidenziare le differenze di valutazione tra aziende e transazioni comparabili aventi a oggetto società obiettivo quotate e target non quotate.

All’interno del primo capitolo verrà introdotto il concetto di mergers and acquisitions, descrivendo i passaggi caratterizzanti la vera e propria vendita di una società. Successivamente verrà proposto un report in grado di fare luce sui volumi e valori che hanno caratterizzato il mercato globale M&A 2018, suddividendolo per aree geografiche, con una relazione esclusiva sul mercato domestico. Il secondo capitolo dell’elaborato entrerà nel merito della valuation. Saranno definiti, infatti, i principali metodi di valutazione che le società utilizzano nel determinare il valore del capitale economico di una potenziale vendor, al fine di effettuare operazioni di finanza straordinaria. Infine, l’elaborato concluderà con la ricerca e l’analisi degli sconti di liquidità percepiti dalle società acquirenti nel caso di acquisto di partecipazioni di minoranza di società non quotate sul mercato. L’analisi condotta riguarderà tre settori in particolare: Energy&Utilities, Information Technology e Food&Beverage.

Durante il corso del terzo e ultimo capitolo, il lettore avrà modo di comprendere i passaggi fondamentali effettuati per poter determinare gli sconti di liquidità; la metodologia che verrà presentata sarà la medesima per ogni settore. Nello specifico, il metodo utilizzato nella ricerca è il modello dei multipli di transazioni comparabili.

La ricerca è finalizzata ad aggiornare gli studi empirici sugli sconti tramite un confronto con le operazioni M&A degli ultimi cinque anni all’interno dello stesso settore che hanno riguardato Target non quotate e Target quotate.
Capitolo I. Operazioni di Mergers and Acquisitions

1.1 Una prospettiva globale

Il cambiamento dell’assetto proprietario o combinazioni come fusioni, acquisizioni, disinvestimenti e joint ventures\(^1\) rientrano in quelle che più comunemente vengono definite operazioni di *mergers and acquisitions (M&A)*. Consistono in considerazioni strategiche da parte di società che intendono riflettere sulla possibilità di accrescere il valore o ridurre il rischio per la compagine azionaria; questo avviene attraverso l’acquisizione del controllo di una società definita target.

Tali operazioni hanno un rilievo che abbraccia il sistema economico globale, con la peculiarità che, approssimativamente, la metà di tutte le transazioni avvengono all’interno degli Stati Uniti; virtualmente però nessuna società internazionale può considerare la propria posizione indifferente a un’operazione di M&A da parte di un competitor che intende accrescere la propria dimensione aziendale.

L’obiettivo di tali operazioni è rappresentato dal comprare e vendere attività in modo da raggiungere uno o più obiettivi strategici, ciò può avvenire attraverso:

I. Acquisizione diretta: un trasferimento a titolo oneroso delle attività della target;

II. Acquisizione delle azioni della target: il fine è di ottenere il controllo delle attività attraverso il mutamento del soggetto economico;

III. Fusione per incorporazione: unione di due o più società, in cui la società target cessa di esistere in quanto viene incorporata all’interno dell’acquirente (incorporante). Ai soci della società incorporanda vengono quindi rilasciate azioni della società acquirente in base a un prestabilito rapporto di cambio, in seguito all’annullamento delle azioni proprie;

IV. Fusione per unione: riduzione a unità dei patrimoni delle singole società che vi partecipano. Queste si estinguono dando origine a una società *NewCo*\(^2\); quest’ultima non deterrà azioni proprie.

Un’accurata analisi dinamica, che fonda le sue ricerche sul *trade off*\(^3\) tra make or buy, risulta essere alquanto necessaria. Ad esempio, conviene più focalizzarsi sull’accrescimento di valore di un brand o acquisirne uno che abbia già una reputazione consolidata da parte del mercato?

---

\(^1\) Accordo fra aziende, per realizzare un determinato progetto, in tempi limitati, con divisione dei rischi e degli utili.

\(^2\) New Company, indica una società di nuova costituzione.

\(^3\) Situazione che implica la perdita, o il guadagno, di qualcosa, associata alla preferenza di un’alternativa piuttosto che un’altra.
Tale analisi, come riferito in precedenza, occorre che sia dinamica. Le decisioni strategiche devono essere rivalutate alla luce delle circostanze che man mano si vengono a creare: il successo o il fallimento dei competitors; il cambiamento del costo del capitale; la dinamica del market pricing di determinate attività, e così via.


Una domanda che di frequente è stata ignorata dalle società acquirenti facenti parte dello studio, riguarda come i consumatori della società target reagirebbero a una potenziale acquisizione della stessa, da parte di un’altra società, e come reagirebbero allo stesso tempo i consumatori della acquirente. Lo studio ha evidenziato come in media si perdano tra il 2% e il 5% del totale dei loro consumatori integrati a seguito di una business combination⁸.

Un’azienda di manifattura chimica si era proposta di abbattere costi annuali per $210 milioni in luogo di un costo una tantum⁹ di $250 milioni. L’azienda acquirente ha scoperto, in seguito all’operazione di acquisizione, che il costo una tantum della società venditrice sarebbe dovuto essere non meno di $450 milioni, affinché l’abbattimento di costo rendesse l’operazione economicamente valida.

Il presupposto del successo di una transazione è rappresentato anche dal fatto che le società acquirenti allineino le proprie prospettive di crescita e di margine con quelle che la realtà di mercato può offrire. Una società finanziaria ha stimato che una determinata acquisizione avrebbe garantito una crescita dei profitti del 13% già nel primo anno, la realtà dei fatti è stata che, in funzione di una povera crescita del mercato, questa abbia raggiunto un misero 2%.

Tali considerazioni avvalorano la tesi secondo cui, la decisione di effettuare una transazione, deve essere coadiuvata da un’attenta analisi che abbracci tutti i fattori chiave che entrano in...

---

⁵ Società internazionale di consulenza manageriale, fondata da J.O. McKinsey e Marvin Bower nel 1926.
⁶ Attività di previsione d’andamento economico.
⁷ Dal greco "lavorare insieme", azione simultanea di due o più agenti al fine di compiere determinate funzioni e ottenere risultati non ottenibili singolarmente.
⁸ Aggregazioni aziendali, “unione di entità o attività aziendali distinte, in un’unica entità tenuta alla redazione del bilancio”, IFRS 3.
⁹ Locuzione di origine latina, indicante un pagamento di carattere straordinario eseguito in maniera unica.
gioco determinando in modo netto la vita futura dell’azienda. Al fine di raggiungere un’efficiente sostenibilità economica occorre: anticipare quelle che saranno le mancate sinergie; sovrastimare i costi dell’operazione; migliorare l’utilizzo dei benchmark\textsuperscript{10} focalizzando la propria attenzione sui diretti competitors; effettuare assunzioni accurate sulle evoluzioni dei prezzi e delle quote di mercato; e infine, selezionare con particolare attenzione gli assets ritenuti essenziali e congrui al raggiungimento degli obiettivi aziendali e di un giusto rapporto, in termini monetari, fra benefici e costi.

Ma quali sono realmente i motivi che spingono un’azienda a effettuare un’operazione di M&amp;A? Le aziende si espandono per una molteplicità di motivi:

- Diversificazione settoriale e geografica;
- Crescita accelerata;
- Consolidazione settoriale;
- Utilizzo di materie prime e manodopera a costi inferiori;
- Sfruttamento degli intangibles;
- Minimizzazione delle passività fiscali;
- Evitare barriere all’entrata;
- Fluttuazioni dei tassi di cambio.

Di seguito\textsuperscript{11} verranno approfondite le suddette motivazioni su cui si basa un’azienda in procinto di voler accrescere la propria dimensione.

Le aziende possono diversificarsi investendo in settori differenti all’interno dello stesso paese, all’interno dello stesso settore ma in paesi diversi o anche in differenti settori presenti in diversi paesi. Le aziende che investono in settori o paesi i cui cicli economici non risultano correlati con il settore o paese di provenienza, ridurrebbero il livello di volatilità dei propri cash flows, dei ricavi, del costo del capitale e del rischio di default.

I mercati esteri rappresentano un’opportunità di crescita per le aziende che operano solo in ambito nazionale. Le grandi aziende che sperimentano una crescita lenta all’interno del proprio mercato, hanno maggiori probabilità di effettuare acquisizioni straniere, focalizzandosi in particolare sui mercati emergenti\textsuperscript{12} in rapida crescita. Storicamente le aziende statunitensi hanno

\textsuperscript{10} Strumento atto a identificare gli standards di riferimento.


\textsuperscript{12} Economie non ancora pienamente sviluppate, in possesso però di un grande potenziale di crescita, a fronte di investimenti il cui rischio è, comunque, molto elevato.
effettuato numerose acquisizioni estere in mercati emergenti, ma, allo stesso tempo, il mercato americano è considerato uno dei più grandi, stabile politicamente e in crescita. Sono numerose, a tal proposito, le aziende che hanno effettuato investimenti diretti ed esportazioni verso gli Stati Uniti.

Le operazioni crossborder\(^\text{13}\) spesso risultano necessarie per consolidare settori che abbiano proiezioni globali\(^\text{14}\). Le operazioni di M&A spesso sono guidate dall’eccesso di capacità di molti settori, le aziende tendono infatti a creare economie di scala e di scopo alla stregua di un crescente potere contrattuale con i clienti e i fornitori. Negli ultimi anni si possono osservare diversi esempi di consolidaazioni globali nel settore delle telecomunicazioni, di olio e gas, farmaceutico e di servizi finanziari.

Dal momento che la manodopera e altre risorse spesso tendono a essere particolarmente costose da importare, le differenze nei costi di manodopera sembrano essere maggiori tra paesi. I mercati emergenti offrono costi di manodopera e accesso alle materie prime a condizioni più favorevoli, coadiuvati da un più basso livello di regolamentazione. Esternalizzare\(^\text{15}\) la produzione, consente alle aziende di ridurre così le spese operative e permette di essere più competitive a livello globale.

Aziende in possesso di know how, marchi, brevetti, copyrights e tecnologie cercano la crescita attraverso lo sfruttamento di tali risorse nei mercati emergenti. Un’azienda, attraverso l’acquisizione di proprietà intellettuali estere, può alimentare le proprie prospettive di crescita applicando tali attività al mercato interno. Ma come dimostrato da Wal-Mart\(^\text{16}\), spesso l’applicazione di tali competenze non è sufficiente a garantire un successo internazionale\(^\text{17}\). Nel 2006 quest’ultima è stata costretta a chiudere 16 punti Wal-Mart localizzati in Corea del Sud e, negli anni a seguire, ulteriori punti vendita presenti in Germania. Il problema a cui Wal-Mart non ha saputo tenere testa è stato il doversi confrontare con consumatori che avevano esigenze diverse da quelle dei consumatori locali e con la ferocia dei competitors nei mercati esteri.

Aziende presenti in paesi con un alto regime di tassazione possono spostare la produzione e i relativi profitti all’estero, attraverso la costituzione o l’acquisizione di una base operativa in paesi con un regime fiscale più flessibile. Studi recenti hanno dimostrato una maggiore tendenza delle aziende a spostare i propri investimenti da paesi ad alta tassazione a paesi con una tassazione fiscale più favorevole, ricercando proprio la via delle fusioni e acquisizioni. In

\(^{13}\) Transazioni che implicano l’acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici.


\(^{15}\) Operazione di trasferimento di servizi e funzioni interni a un’azienda a fornitori esterni.


particolare, aziende interne che dispongono di ingenti capitali nelle sussidiarie estere, sono più inclini a effettuare acquisizioni in paesi esteri, se l’aliquota fiscale nel proprio paese eccede in maniera rilevante quella straniera.

Le barriere all’entrata\(^{18}\) di un mercato spesso sono meno onerose per quanto riguarda un’espansione all’interno dello stesso mercato piuttosto che in un mercato estero. Le imposizioni fiscali sulle importazioni imposte dai governi, per proteggere la propria economia, spesso incoraggiano gli investimenti diretti da parte di aziende straniere, al fine di evitare proprio tali costi.

I cambiamenti nelle valute hanno un impatto significativo sul dove e sul quando un investimento diretto estero viene effettuato. L’apprezzamento del dollaro sull’€, andrebbe a ridurre, in via generale, quelli che sarebbero i costi di investimento per una società americana in un paese europeo.

All’a base\(^{19}\) di tali motivazioni, occorre avere una solida strategia razionale. Questa include l’obiettivo di ottenere un taglio dei costi attraverso il raggiungimento di economie di scala che provengono dalla condivisione dei servizi centrali come ad esempio quelli legali, contabili, finanziari ed esecutivi da parte del management.

Affinché ciò sia possibile, l’investment banker\(^{20}\) opera per tutta la durata della transazione, affiancando il senior management\(^{21}\), per creare tale strategia razionale e determinare i benefici risultanti in favore degli stakeholders. L’obiettivo finale consiste nel creare valore nell’immediato, o in ogni caso nel breve termine, per gli azionisti. Per determinare se tale obiettivo sia raggiungibile, l’investment banker, assieme al cliente, cerca di progettare, effettuando operazioni di forecasting, gli impatti che una transazione M&A possa avere su indici come: l’EPS (Earnings per Share), in termini di accrescimento o diluizione di valore; sui costi di capitale, sul ROE (Return on Equity); sul ROI (Return on Investment); o ancora sull’espansione e contrazione dei multipli di transazione.

\(^{18}\) Elementi che ostacolano la concorrenza in un mercato.
\(^{20}\) Individuo operante per le Istituzioni Finanziarie nella raccolta di capitali per società per azioni, governi e altre entità.
\(^{21}\) Alta dirigenza.
1.2 Definizione di una transazione, il processo di vendita.

L’investment banker, come già accennato in precedenza, supporta il cliente a identificare potenziali società o divisioni da acquistare, da vendere, con le quali compiere una fusione o ancora effettuare un’operazione di joint venture. Si occupa, dunque, di ricercare quegli scenari che portano alla definizione di una transazione di successo, includendo proiezioni pro-forma e analisi dei benefici e degli svantaggi di un’operazione M&A. Nel momento in cui il cliente consente a procedere con la transazione, l’investment banker si adopera nel fornire analisi finanziarie estese attuali e previsionali, oltre che di definire quale sia la struttura del deal che garantisca il successo dell’operazione. Il banker, assieme alla divisione societaria di Corporate Development,22 si occupa della gestione in toto della transazione, la quale presuppone un susseguirsi di diverse fasi, ognuna atta a tutelare la legalità dell’operazione, evitando possibili danni o agevolazioni di interesse per una o entrambe le parti.

Il processo di vendita2324, consta delle seguenti fasi:

1. Raccolta di informazioni;
2. Ricerca del settore e Identificazione del possibile acquirente;
3. Marketing Book;
4. Processo di marketing;
5. Negoziazione del prezzo e dei termini di contratto;
6. Strutturazione della transazione;
7. Lettera di intenti o foglio dei termini;
8. Due diligence;
9. Negoziazione definitiva dell’accordo;
10. Facilitazione della chiusura dell’operazione e supporto all’integrazione post-closing.

In aggiunta a quanto considerato risulta necessario, di seguito, approfondire tali fasi.

1. Raccolta di informazioni.

L’advisor25, ancor prima di essere coinvolto formalmente, procede con la richiesta di informazioni alla società che intende effettuare una vendita. Tale operazione risulta essere

---

22 Divisione aziendale strategica responsabile delle decisioni strategiche di crescita e di ristrutturazione del proprio business.
25 Consulente strategico.
alquanto necessaria per intavolare una discussione circa il settore e il processo della transazione. Per quanto necessaria, può risultare particolarmente ardua, in quanto inizialmente la società può tendere a non rivelare determinate informazioni al riguardo, ma assieme all’advisor, tale ostacolo può essere superato firmando un *Nondisclosure agreement*\(^\text{26}\). La raccolta di informazioni può considerarsi divisa in due principali fasi. La prima è di matrice preliminare; si concentra su informazioni di base semplici come ad esempio il modello di business della società, la storia societaria, i trend di settore, senza invadere in maniera eccessiva la privacy societaria. La seconda fase, invece, ha inizio nel momento in cui l’advisor viene coinvolto formalmente. A questo punto si può procedere a una raccolta di informazioni più dettagliata e basata su più livelli societari. Alcune delle tipiche informazioni raccolte in tale circostanza possono riguardare:

- Bilanci e rendiconti finanziari storici;
- Piani di budget;
- Organigramma societario;
- Informazioni di marketing;
- Informazioni sui creditori e sugli azionisti;
- Report sulle ricerche di mercato e di settore effettuate.

2. Ricerca del settore e identificazione del possibile acquirente.

Le logiche di base del marketing, suggeriscono quanto la comprensione e la ricerca del mercato target sia importante prima ancora di elaborare una strategia di marketing. Lo stesso concetto può essere applicato a una società in vendita. La metodologia migliore, per quanto concerne tale ricerca, consta nel creare una lista di possibili acquirenti diversi, affinché l’advisor possa identificare diverse categorie di acquirenti come possono essere i competitors, società simili, acquirenti finanziari, managements e *roll-up*\(^\text{27}\) strategici. A questo punto l’advisor classifica e identifica le varie società target mettendo oltremodo in risalto i possibili problemi che tali acquirenti possono evidenziare con il proprio business. La finalità di tale operazione, risulta essere proprio quella di facilitare la compilazione del Marketing Book.

\(^{26}\) Accordo di non divulgazione.

\(^{27}\) Processo di acquisizione di piccole società presenti nello stesso mercato, e relativa fusione, affinché l’acquirente possa realizzare economie di scala.

Definito oltremodo *Offering Memorandum* o *Confidential Information Memorandum*, il Marketing Book rappresenta il documento utilizzato dall’advisor in modo da “catturare l’attenzione” dei potenziali acquirenti tramite informazioni dettagliate della società *vendor*\(^{28}\). Generalmente viene suddiviso in tre parti:

- **Blind Summary.**
  Rappresenta un vero e proprio sommario contenente gli aspetti rilevanti della società *vendor*. Viene definita blind, cieca, proprio perché non è possibile per gli acquirenti identificare il nome della società venditrice attraverso questa descrizione. I dati che vengono forniti alle potenziali acquirenti, riguardano informazioni di base della società, la sua localizzazione e dimensione.

- **Book Summary.**
  Non di rado l’advisor realizza un ulteriore documento, ritenuto in ogni caso opzionale, in formato bullet-point. Questo è in grado di evidenziare i fattori chiave della società, i quali avranno una funzione di complementarità con i dati presenti nel marketing book una volta completato.

- **Complete Marketing Book.**
  Rappresenta il *core*\(^{29}\) del Marketing book. Contiene una serie di informazioni che garantiscono al potenziale acquirente una riduzione significativa di *adverse selection*\(^{30}\). Il rendiconto finanziario della società *vendor* rappresenta proprio una di queste informazioni che per l’acquirente risulta di primaria importanza per poter valutare l’acquisto. In genere, il rendiconto, presenta un sommario iniziale che descrive il background finanziario degli ultimi tre o cinque anni con particolare attenzione rivolta all’analisi dell’*EBITDA*, per poi presentare un’analisi della situazione corrente e futura dei prossimi due anni. Alcuni advisors includono, solitamente, all’interno dell’informativa finanziaria l’analisi di bilancio societaria, il fabbisogno di capitale, l’analisi dei trend stagionali e ciclici.

\(^{28}\) È necessario specificare che il termine *vendor* verrà, da questo momento in poi, da me utilizzato per riferirsi alla società che intende essere acquisita. La società acquirente, in questa sede, si configura come società target.

\(^{29}\) Fulcro.

\(^{30}\) Asimmetrie informative, condizioni in cui una o più informazioni non sono condivise integralmente fra le parti dell’accordo; la parte che dispone maggiori informazioni può trarre vantaggi da questo tipo di configurazione.
4. Processo di marketing.
Molto spesso l’M&A advisor mira a uno specifico target di acquirenti – piuttosto che a uno specifico mercato – e alla creazione di un’asta costituita da un numero di partecipanti limitato. Il processo di marketing è rappresentato da una serie di fasi concatenate:

   a) Ricerca degli acquirenti di mercato.
Per poter creare una lista di possibili acquirenti, l’advisor deve necessariamente iniziare dal comprendere le strategie e le operazioni di business della vendor; può, quindi, procedere a effettuare l’analisi di settore.

   b) Pulizia della lista dei possibili acquirenti.
L’advisor, assieme alla società vendor, effettua una selezione dei possibili acquirenti. Tale fase è resa possibile grazie alle informazioni di cui la società vendor, differentemente dall’advisor, è in possesso.

   c) Contatto iniziale con gli acquirenti.
Una volta che la vendor ha autorizzato l’advisor ad avviare i contatti con la lista di acquirenti, quest’ultimo può procedere a inviare alle target il Blind Summary. Le target che si dimostrano interessate alla transazione, richiederanno maggiori informazioni sulla società vendor; l’advisor potrà procedere alla distribuzione del Marketing Book completo non prima di aver richiesto un accordo di Nondisclosure.

5. Negoziazione del prezzo e dei termini del contratto.
In una transazione M&A, il fattore vincente è rappresentato dalla possibilità di massimizzazione del valore della società vendor. Un ulteriore e significativo fattore riguarda la capacità della società vendor di trasmettere fiducia all’acquirente, sia nel rispetto della legalità, sia rispetto all’equità con cui quest’ultimo viene trattato.

Una vendita negoziata risulta essere tale per cui vi è un solo acquirente potenziale alla volta a negoziare il prezzo della transazione. Il vantaggio di questa consiste nel permettere alla vendor di mantenere la massima riservatezza. D’altro canto, lo svantaggio è rappresentato dalla mancanza di potere contrattuale con il singolo acquirente, dal momento che uno dei fattori che determinano la potenza contrattuale risiede nell’abilità di creare un ambiente competitivo per lo stesso oggetto di discussione.
Il processo di vendita ideale all’interno del mercato privato, è rappresentato dalle aste private. Questo è caratterizzato dalla presenza di un numero ristretto di società potenziali acquirenti che competono per l’acquisizione della società con garanzie riguardo alla non divulgazione del potenziale accordo. Un vantaggio particolare, ma che al tempo stesso rappresenta una difficoltà per l’advisor, riguarda la gestione delle offerte che pervengono. Poiché il tempo di reazione delle potenziali acquirenti, durante tale asta, è molto rapido, l’advisor si ritroverebbe un sovraccarico di offerte da gestire. Dal momento che molte offerte risultano protette da Mutual Nondisclosure agreement, l’advisor potrà sì informare il singolo potenziale acquirente della presenza di altre offerte, ma è impossibilitato dal rivelare dati che ne rappresentano il prezzo e il nome delle società.

Le aste pubbliche non sono in genere molto utilizzate, ma possono essere molto utili in determinate situazioni come ad esempio nel caso di vendita di proprietà intellettuali (brevetti, licenze,..). Tale tipologia di asta è costituita da un numero considerevole di potenziali acquirenti a cui è rivolta l’offerta d’acquisto. L’advisor, per raccogliere le offerte, ricorre all’uso di specifici termini di scadenza, affinché possa sollecitare i potenziali acquirenti nel formulare la propria proposta. Differenemente dall’asta privata, è caratterizzata da una divulgazione in massa di informazioni riguardanti la società vendor, ma al tempo stesso per quest’ultima viene garantito un numero maggiore di opportunità di mercato al fine di completare la transazione con successo.


Ciò che determina il valore totale della transazione non è stabilito unicamente dal prezzo di acquisizione. Vi sono, infatti, una serie di fattori che incidono in maniera rilevante nella definizione del valore e del rischio dell’operazione.

La struttura dell’operazione, ovvero se avviene una vendita delle attività o una acquisizione diretta del capitale della vendor, presuppone diverse forme di trattamento fiscale per ognuna delle due differenti modalità, oltremodo anche il prezzo della transazione può risultare sostanzialmente diverso. Una transazione realizzata attraverso l’acquisto dell’Equity, comporta un vantaggio fiscale dal punto di vista della vendor, in quanto sarebbe soggetta a tassazione unica, vedendo la possibilità di realizzare plusvalenze. Allo stesso modo l’acquirente avrebbe maggior potere decisionale nei confronti della società vendor. La transazione realizzata attraverso la vendita degli asset propone un ulteriore vantaggio di natura finanziaria non di poco
conto, ovvero la società acquirente eviterebbe l’assunzione di passività finanziarie non desiderate.

La maggior parte delle transazioni M&A è rappresentata da pagamenti differiti, garantiti attraverso l’introduzione di clausole di differimento. Tra queste si possono annoverare gli *escrow funds*[^31] e le clausole di *holdback*[^32], affinché l’acquiror si possa tutelare dal rischio di default della società acquisita. Entrambe hanno il rischio di comportare seri svantaggi nei confronti della società vendor, in quanto quest’ultima rischia continuamente (fino alla scadenza della clausola) di non vedersi accreditata l’intera somma pattuita; ciò comporterebbe l’ulteriore rischio di non avere la disponibilità finanziaria per far fronte ai propri impegni, come ad esempio il pagamento dei debiti.

In quasi tutte le transazioni è difficile che il prezzo di entrambe le parti sia univoco. Le clausole di *Earnouts* permettono di colmare questa distanza attraverso il raggiungimento di determinati obiettivi di performance, per lo più in termini di ricavi piuttosto che in termini di altri indici che possono essere manipolati da parte della società vendor.

7. Lettera di intenti o foglio dei termini.

Rappresenta la modalità attraverso cui le possibili acquirenti fanno pervenire la propria offerta d’acquisto.

La lettera di intenti può essere considerato come uno strumento di supporto scritto per stabilire una mutua comprensione dei propri termini di acquisto. Spesso le acquirenti realizzano una bozza di quest’ultima affinché venga compilata di comune accordo, assieme alla vendor, durante il processo di negoziazione. Nel momento in cui la lettera può definirsi completata, avviene la realizzazione di una mappa generale che stabilisce gli elementi cardini della transazione. Spesso l’acquirente introduce clausole di *lockup* con le quali si assicura che la vendor non proponga la vendita ad altre società. Tale meccanismo rischia però di estraniare troppo quest’ultima dal mercato con il correlato rischio di andare incontro a una caduta di valore della società sul mercato stesso. Al fine di tutelarsi, la vendor generalmente propone una scadenza limitata a tale clausola.

[^31]: Deposito a garanzia: accordo scritto fra le parti, in forza del quale, le somme di denaro o i titoli di proprietà, oggetto del contratto, vengono depositati presso una terza parte a titolo di garanzia, e rilasciate in seguito al raggiungimento di determinate condizioni stabilite a priori.

[^32]: Differently dalle clausole di escrow, la somma di denaro o i titoli di proprietà non vengono depositati presso terzi, ma anch’esse rappresentano una forma di tutela per la società acquirente in quanto consentono di trattenere una parte di denaro da corrispondere, per versarla, in un momento successivo, al raggiungimento di determinate condizioni stabilite anch’esse a priori.
Il foglio dei termini è generalmente utilizzato nei progetti di raccolta di capitale, come ad esempio in un *angel investment*\(^{33}\) o una *venture capital*\(^{34}\). Solitamente è strutturato attraverso una configurazione bullet-point che riassume gli elementi base della transazione come, ad esempio, il prezzo e i termini di pagamento, rischiando di omettere componenti critiche che possono risultare decisive per accettare o rifiutare un’offerta.

8. **Due Diligence.**
La Due Diligence rappresenta un processo che vede il suo inizio nel momento in cui le parti iniziano a discutere riguardo alla possibile acquisizione o vendita. Con tale si fa riferimento alla fase in cui l’offerta di acquisizione è stata accettata, nonché prima della chiusura definitiva dell’accordo. Durante la due diligence, l’acquiror investiga sugli aspetti chiave del business della vendor, in modo da acquisire maggior consapevolezza sui rischi dell’operazione, oltre che di consentire di strutturare l’operazione stessa attraverso un sistema che permetta di allocare tali rischi secondo la forza contrattuale delle parti coinvolte. Le aree tipiche sulle quali l’acquiror pone le proprie attenzioni riguardano:

- Il rendiconto finanziario;
- Il regime di tassazione sui redditi;
- La compliance;
- Le politiche di retribuzione e distribuzione dei benefits;
- La tecnologia informativa.

9. **Negoziazione definitiva dell’accordo.**
Nel momento in cui la due diligence può considerarsi completata, vengono elaborati i termini definitivi dell’accordo i quali vengono fatti circolare reciprocamente fra i team legali di entrambe le parti. Di solito, la prima stesura dell’accordo definitivo viene proposta dal team legale della società acquiror ma, prima di poter considerare tale documento esaustivo occorre che sia visionato e completato dalla società vendor. Le funzioni esplicate dall’advisor discostano da quelle prettamente legali, di competenza degli avvocati delle parti, piuttosto opera un

\(^{33}\) Investimento privato che contribuisce all’avvio o alla prima espansione di start-up, grazie all’apporto di fondi, know how e rete di relazioni

\(^{34}\) Investimento privato tendente a finanziare start-up che hanno già una solida posizione sul mercato e grandi possibilità di espansione in tempi relativamente brevi.
monitoraggio dei problemi contestati e una mediazione tra le parti al fine di raggiungere un punto di compromesso sulla transazione. Durante le intense negoziazioni, l’advisor può avere un ruolo “cuscinetto” durante le varie dispute legali dell’operazione, tuttavia è suo diritto e prerogativa sottoporre all’attenzione delle parti i risultati di sondaggi annuali\(^{35}\) in grado di mitigare le rivendicazioni sostenute dai rispettivi avvocati legali. Le tipiche dispute possono riguardare la durata e l’ammontare finanziario delle clausole di escrow, gli aggiustamenti del prezzo dell’operazione post chiusura, le clausole di earnouts, le garanzie del venditore, la definizione della clausola di assenza di effetti sfavorevoli\(^{36}\).

10. Facilitazione della chiusura dell’operazione e supporto all’integrazione post closing.
Il tempo distrugge gli accordi. A questo punto dell’operazione, è necessario che i problemi più rilevanti siano stati risolti; in punto di chiusura è possibile solamente limare gli ultimi dettagli, altrimenti la chiusura si vedrà essere posticipata. Una chiusura posticipata rappresenta un’opportunità/svantaggio di identificare nuovi problemi che necessitano di essere risolti e tali potrebbero determinare una nuova rinegoziazione dei termini dell’accordo. Dunque, l’obiettivo numero uno dell’advisor di M&A è il rispetto di una tabella di marcia ben definita dei tempi dell’operazione, sin dal suo principio.

Uno dei fattori maggiormente distruttivi degli accordi, è senza dubbio il possibile cambiamento di prezzo e valutazione effettuata in pro cinto di chiusura del contratto. Il prezzo concordato all’interno della lettera degli intenti è soggetto a ulteriori variazioni anche in prossimità di chiusura del deal, in quanto il venditore tenderà ulteriormente a una politica rialzista del valore della propria società.

Simili alle variazioni di prezzo, vi sono i possibili cambiamenti dei termini e condizioni, generalmente dovuti a variabili che entrambe le parti non sono in grado di controllare direttamente. I trend di settore e l’economia, nella sua accezione più ampia, rappresentano alla perfezione due delle tante variabili in gioco. Nel 2008 molti deal in procinto di chiusura, sono stati posticipati per un periodo temporale indefinito in seguito alla crisi del mercato finanziario.

Ancora una volta, le corrette tempistiche per un’acquisizione rispecchiano una notevole chiave di successo.

\(^{35}\) American Bar Association, rappresenta l’associazione che si occupa di effettuare e divulgare i risultati di tali sondaggi.

\(^{36}\) Material Adverse Effect, clausola legata a effetti sfavorevoli intervenuti fra il momento dell’accordo e quello del closing, come ad esempio la perdita di un cliente strategico. Attribuisce il diritto di recedere dal contratto oppure di chiedere la revisione del prezzo.
Un ulteriore fattore in grado di incidere sul possibile successo del deal, è rappresentato dalle concessioni e approvazioni delle cosiddette terze parti. Quest’ultime non hanno particolari interessi sul deal come possono essere quelli del vendor e quelli dell’acquiror, ma dispongono di poteri che, se esercitati, sono in grado di chiudere l’operazione in via definitiva. Si tratta per l’appunto di approvazioni governative, degli azionisti di minoranza, dei finanziatori e in tali casi di alcuni dipendenti chiave.

Se da una parte il tavolo del closing rappresenta il taglio di un traguardo per la società vendor, dall’altra rappresenta l’inizio di una nuova sfida per la società acquirente. Con il termine integrazione si fa riferimento a quel processo di combinazione degli elementi di nuova proprietà con gli elementi già in possesso. Negli anni, molti accordi sono falliti non per errori nelle valutazioni della transazione, ma per una mancanza di un processo corretto di integrazione. I compratori spesso separano il processo di diligenza da quello di integrazione, sbagliando. Le grandi idee, le strategie, i problemi e le opportunità che vengono identificate nella fase di due diligence, devono rappresentare un trampolino di lancio per un processo di integrazione in grado di rispettare appieno la totalità delle previsioni effettuate sulle opportunità di successo dell’operazione.
1.3 Il mercato M&A 2018

1.3.1 Global deals

Il 2018 ha visto incrementare il valore aggregato delle operazioni di Mergers and Acquisitions rispetto agli anni precedenti, seppure questo, per il terzo anno consecutivo, sia stato caratterizzato da un volume inferiore di transazioni completate. In totale sono 97.709 i deals completati, per un valore aggregato di circa 5.303 miliardi di dollari, il 10% in più rispetto al 2017. In termini di volume, vi è stato un declino del 7% rispetto all’anno precedente. La spinta di crescita del valore aggregato risulta determinata principalmente da 4 deals che hanno abbattuto la soglia dei 50 miliardi di dollari per transazione e ben 17 operazioni concluse sopra i 20 miliardi di dollari, attestando il valore aggregato come il terzo più alto di sempre, dopo quello del 2015 (ca. 5.871 miliardi di dollari) e quello del 2007 (ca. 5.647 miliardi di dollari).

Ancora una volta, gli Stati Uniti hanno rappresentato il paese all’interno del quale sono avvenute più transazioni durante l’anno solare. In termini di valore aggregato, hanno rappresentato il 50%
delle 25 transazioni più onerose del 2018 includendo le top due operazioni che hanno visto l’acquisizione della Twenty-First Century Fox da parte di Walt Disney e di Express Scripts Holding Company da parte di CIGNA Corporation.

La Cina si è stabilizzata al secondo posto, sia in termini di volume di transazioni che in termini di valore aggregato con 14.743 deals conclusi per un valore di circa 757 miliardi di dollari, sebbene nella graduatoria dei primi 20 deals mondiali per controvalore non sia presente alcuna operazione di una target cinese. L’operazione più importante riguarda la Bank of China che ha effettuato un Private Placement\(^\text{39}\) di capitale per un valore di 17 miliardi di dollari.

Al terzo posto, per volume di transazioni, troviamo la Germania con 6.364 deals conclusi, seguiti dal Regno Unito con 6.218.

Il settore secondario del machinery, equipment, furniture and recycling ha rappresentato, come nel 2017, il settore che ha visto il maggior numero di transazioni, abbinato al più alto controvalore generato rispetto agli altri settori, con, rispettivamente, 11.274 deals conclusi per un valore aggregato di 625 miliardi di dollari. L’operazione più importante ha visto United Technologies acquisire il colosso dell’industria aerospaziale Rockwell Collins, leader nella costruzione di velivoli, per un totale di 23 miliardi di dollari. Seguito da un deal, annunciato a

\:^39\text{Operazione attraverso la quale avviene la vendita di azioni o bonds a istituzioni e investitori determinati a priori.}
ottobre, di circa 15 miliardi da parte di *Harris*, acquisendo *L3 Technologies*, un’azienda volta alla produzione di sistemi e prodotti di comando e controllo, comunicazione, intelligence, sorveglianza e ricognizione, dispositivi e servizi aerospaziali.

Con 6.050 deals conclusi, il settore della distribuzione *wholesale and retail* è risultato essere secondo per volume di transazioni, seguito dal settore di *chemicals, rubber and plastics* che però si classifica secondo per valore aggregato per un totale di 278 miliardi.

![Target sector by global deals volume in 2018, Bureau van Dijk](image-url)
Il ranking delle società che offrono servizi finanziari, le quali operano da advisors nelle operazioni di M&A, ha visto la multinazionale americana JP Morgan attestarsi al primo posto nel 2018. La più grande banca degli Stati Uniti per capitalizzazione ha concluso un numero di operazioni di mergers and acquisitions pari a 288 per un valore totale di $794 miliardi con una media di 3 miliardi di dollari per operazione.

Il secondo posto del ranking è occupato da Morgan Stanley con 207 operazioni per un valore aggregato di $787 miliardi, grazie a un notevole rialzo delle operazioni durante il secondo quarto di anno, in particolare⁴⁰, rivendicando il primato per quanto riguarda le operazioni di M&A nel settore di oil and gas.

1.3.2 Western Europe

Il mercato M&A delle società target localizzate nella regione occidentale d’Europa è cresciuto per il secondo anno consecutivo con un controvalore aggregato di $1.550 miliardi, il secondo di sempre dopo il 2007. Per quanto riguarda il numero di deals conclusi, anche quest’ultimo ha visto la propria cifra incrementare del 7,4% rispetto al 2017, per un totale di 30.096 operazioni concluse, la cifra più alta da oltre un decennio. Tale crescita continua del mercato è stata dettata dall’eccezionale valutazione delle aziende, infatti, 15 delle top 20 operazioni per valore annunciate, hanno ecceduto i 10 miliardi di dollari di transazione. Sette delle quali risultano fra la top 20 delle transazioni globali per valore. Solamente il valore aggregato di queste 15 operazioni, rappresenta oltre un quinto del controvalore aggregato dell’intera regione nel 2018. Un ulteriore fattore che ha guidato tale crescita risiede nel fatto che molte di queste transazioni sono avvenute per mano di grandi acquirenti internazionali, ciò ha catturato l’attenzione di numerose società di Private Equity, le quali hanno incrementato i propri investimenti nel mercato fino a $240 miliardi.

*Western Europe deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk*
Il deal più rilevante dal punto di vista del valore è avvenuto nel settore **Big Pharma**, e ha riguardato la società farmaceutica giapponese **Takeda Pharmaceutical**, la quale ha completato l’acquisizione della società irlandese **Shire Plc**, quotata nel London Stock Exchange, per 62 miliardi di dollari, collocando tale operazione come la terza più grande per valore a livello globale.

Importanti movimenti sono stati effettuati per quella che sarà la tv del futuro. **Walt Disney** sugli scudi, dopo essersi aggiudicata la casa cinematografica **21st Century Fox**, ha visto contendersi l’acquisizione di **Sky Plc** con la rivale **Comcast**. Quest’ultima ha vinto l’asta con un’offerta stellare da 48,6 miliardi di dollari, con un **price per share** di 17,28 sterline. L’agenzia di rating **Moody’s**, ha ritenuto comunque che **Walt Disney** abbia fatto bene a bypassare tale operazione per la salvaguardia del proprio merito creditizio, in quanto tale acquisizione, sarebbe stata finanziata interamente a debito aumentando il proprio leverage sopra i $100 miliardi. Per **Comcast**, l’acquisizione di **Sky**, significa diventare il principale operatore di pay tv al mondo, con oltre 50 milioni di abbonati, e allo stesso tempo, l’ingresso in nuovi mercati come l’Italia, il Regno Unito, la Germania, l’Irlanda e l’Austria.

---

Tramite le acquisizioni di *Shire*, *Sky*, *GlaxoSmithKline*, *GKN*, *ASDA*, *Rangold Resources* e *Arris International*, le quali configurano tutte nella top 20 della classifica di M&A regionali per valore, le società basate nel Regno Unito sono risultate essere le più “appetibili” nel 2018. Sono stati 6.218 i deals annunciati nello UK e il loro controvalore rappresenta il 27% del valore aggregato ottenuto nel 2018 all’interno della Western Europe.

Sebbene la Germania abbia annunciato un numero maggiore di deals (6.364) rispetto al Regno Unito, il loro controvalore è risultato essere di $327,4 miliardi, notevolmente inferiore ai $413,6 miliardi dello UK. Ciononostante il volume di deals realizzato in Germania risulta essere il più alto di sempre.

Gli unici altri paesi target che hanno abbattuto la soglia dei $100 miliardi di controvalore sono la Spagna ($176 mld), la Francia ($126 mld) e i Paesi Bassi ($121,8 mld).

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target country</th>
<th>2016 (mil USD)</th>
<th>2017 (mil USD)</th>
<th>2018 (mil USD)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>UK</td>
<td>395,075</td>
<td>291,853</td>
<td>413,602</td>
</tr>
<tr>
<td>Germany</td>
<td>108,911</td>
<td>170,041</td>
<td>327,405</td>
</tr>
<tr>
<td>Spain</td>
<td>88,706</td>
<td>110,019</td>
<td>176,705</td>
</tr>
<tr>
<td>France</td>
<td>140,735</td>
<td>175,360</td>
<td>126,145</td>
</tr>
<tr>
<td>Netherlands</td>
<td>103,429</td>
<td>154,014</td>
<td>121,852</td>
</tr>
<tr>
<td>Italy</td>
<td>75,945</td>
<td>103,439</td>
<td>80,733</td>
</tr>
<tr>
<td>Switzerland</td>
<td>106,011</td>
<td>78,936</td>
<td>58,882</td>
</tr>
<tr>
<td>Sweden</td>
<td>46,765</td>
<td>40,487</td>
<td>49,253</td>
</tr>
<tr>
<td>Luxembourg</td>
<td>32,640</td>
<td>24,688</td>
<td>32,715</td>
</tr>
<tr>
<td>Ireland</td>
<td>11,448</td>
<td>21,329</td>
<td>25,899</td>
</tr>
<tr>
<td>Portugal</td>
<td>11,551</td>
<td>9,328</td>
<td>24,509</td>
</tr>
<tr>
<td>Finland</td>
<td>15,901</td>
<td>18,772</td>
<td>24,405</td>
</tr>
<tr>
<td>Belgium</td>
<td>14,663</td>
<td>12,346</td>
<td>22,034</td>
</tr>
<tr>
<td>Norway</td>
<td>14,533</td>
<td>20,836</td>
<td>17,779</td>
</tr>
<tr>
<td>Denmark</td>
<td>9,997</td>
<td>36,569</td>
<td>17,468</td>
</tr>
<tr>
<td>Austria</td>
<td>14,548</td>
<td>11,101</td>
<td>14,857</td>
</tr>
<tr>
<td>Turkey</td>
<td>4,928</td>
<td>24,659</td>
<td>12,954</td>
</tr>
<tr>
<td>Greece</td>
<td>4,438</td>
<td>1,642</td>
<td>6,080</td>
</tr>
<tr>
<td>Cyprus</td>
<td>3,076</td>
<td>7,151</td>
<td>5,309</td>
</tr>
<tr>
<td>Monaco</td>
<td>30</td>
<td>38</td>
<td>1,121</td>
</tr>
</tbody>
</table>

*Target country by value in Western Europe, Bureau van Dijk*
1.3.3 North America

In linea con il trend globale, anche il Nord America ha visto incrementare il valore aggregato dei deals rispetto all’anno precedente, nonostante una leggera flessione nei volumi per il quarto anno consecutivo. Sono stati infatti 22.536 i deals annunciati nel 2018, per un controvalore aggregato di 1.815 miliardi di dollari, il 17,85% in più rispetto al 2017 che ne ha contati $1.540. Un peso notevolmente diverso hanno assunto gli Stati Uniti rispetto al Canada nella determinazione dei deals per quanto riguarda la regione del Nord America. Le operazioni che hanno avuto come target società statunitensi viaggiano intorno ai 20.000 deals annunciati, rispetto agli appena 3.000 canadesi. Inoltre, il valore aggregato di tali operazioni è solamente un dodicesimo di quello avente come target gli States, che contano un valore aggregato di 1.680 miliardi di dollari.

Una direzione opposta è stata percorsa invece dalle operazioni di Private Equity e Venture Capital che hanno visto il proprio valore aggregato flettere, seppur di pochi punti (-2%), per un totale di $353 miliardi. D’altra parte, il numero dei deals è incrementato, passando dai 14.999 deals annunciati del 2017, ai 15.417 del 2018.

North America deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk
L’annuncio di acquisizione di 21\textsuperscript{st} Century Fox, per un corrispettivo di 85 miliardi di dollari da parte di Walt Disney, ha rappresentato il deal più oneroso nella regione del Nord America. Da solo ha coperto il 4% del valore aggregato totale di regione nei 12 mesi del 2018. Disney si è così garantita il controllo degli studi di produzione cinematografica e televisiva Fox, i canali via cavo FX, Fox Searchlight, National Geographic e la tv indiana Star India. La spinta dell’operazione è nata dall’opportunità che Disney ha voluto cogliere di controllare soprattutto la distribuzione dei propri contenuti. Il deal, infine, è stato perfezionato nel primo quarto del 2019 per circa 71 miliardi di dollari. Già prima di tale acquisizione, Disney rappresentava il più grande conglomerato globale nei media, con attività in cinema, televisione, editoria, merchandising e parchi a tema. Secondo Variety e Hollywood Reporter, tale acquisizione comporterà il taglio di un numero di dipendenti che si attesta dai 5.000 ai 10.000, in ogni caso questo deal rappresenta per Disney la più strategica delle scommesse in un quadro in cui l’avvento dei giganti dello streaming ha richiesto di non rimanere passivi. A tal proposito, Disney sta pensando di cautelarsi lanciando il servizio di videostreaming Disney+ entro fine 2019, iniziando a rimuovere i propri contenuti digitali all’interno della piattaforma Netflix.

1.3.4 Asia and Asia Pacific

Il volume e il valore delle operazioni M&A annunciati nel 2018 che hanno come target società localizzate nella area dell’Asia e Asia Pacific, ha visto un declino rispetto ai numeri del triennio passato, eccezion fatta per il valore aggregato generato nel 2016 ($1.357 mld), grazie principalmente a quattro transazioni che hanno abbattuto la soglia dei $10 miliardi per deal.

Sono stati infatti 33.861 i deals annunciati per un controvalore di 1.389 miliardi di dollari.

Nonostante il declino sperimentato, il volume e il valore aggregato della regione, hanno rappresentato rispettivamente il 35% e il 26% dei volumi e dei valori aggregati dei deals annunciati a livello globale nel 2018. In termini di volume, infatti, la regione Asia e Asia Pacific ha visto superare il volume dei deals annunciati nel 2018 nel Western Europe, nello specifico la regione asiatica ha totalizzato il 12,5% in più delle operazioni.

Asia Pacific deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk
Il declino annuale del controvalore nella regione dell’Asia e Asia Pacific sarebbe stato più gravoso se non per l’effetto di 15 deals che hanno contribuito a sostenere tale dato nell’arco dell’anno solare. Ognuna di queste operazioni si è conclusa per un valore che superava i 5 miliardi di dollari, quattro delle quali hanno abbattuto la soglia dei $14 miliardi.

Due delle operazioni più grandi hanno riguardato aumenti di capitale. La Bank of China ha pianificato per l’ottobre del 2018 un aumento di capitale fino a 17,2 miliardi di dollari; secondo Zephyr tale rifinanziamento risulta essere il più grande di tutti i tempi da parte di un prestatore cinese. Gli intenti della banca sono stati quelli di ripianare il proprio Tier-1 e di aumentare il ratio per l’adeguatezza patrimoniale al fine di mantenelo in linea con i requisiti globali di capitale.

Il secondo accordo più grande in termini di valore concluso nella regione, riguarda anch’esso un aumento di capitale da parte di Agricultural Bank of China. La banca ha venduto 25 miliardi di nuove azioni a sette enti, tra gli acquirenti: il Ministero delle Finanze cinese; la Central Huijin Investment, una società di investimenti controllata dal governo cinese; la China National Tobacco e la Zhongwei Capital, anch’essa una società di investimenti specializzata in Venture Capital. Le motivazioni di tali aumenti di capitale risiedono nel fatto secondo cui la Cina sta ricercando alternative all’indebitamento al fine di ridurre le passività finanziarie e, inoltre, sta

---

43 Piattaforma di servizi finanziari offerta dalla società Bureau van Dijk, contenente dati riguardo operazioni di M&A, IPO, Private Equity e Venture Capital.

44 Si intende la componente principale del capitale di una banca. Secondo gli accordi di Basilea, il Tier-1 è composto dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte.
adottando un’ottica di taglio dei rischi delle banche commerciali, nello specifico dei non-performing loans.\textsuperscript{45}

Nel 2018, il numero di operazioni aventi come target la Cina, ha rappresentato il 43,5\% del volume totale registrato nella regione e il 55\% del controvalore. La flessione delle operazioni di fusione e acquisizione nel paese ha contribuito a rendere tali numeri di regione inferiori a quelli del 2017.

1.3.5 Middle East & North Africa

Il volume e il valore delle transazioni che nel 2018 hanno avuto come target società localizzate nel mercato MENA, ha subito una flessione per il secondo anno consecutivo, contabilizzando 508 deals per un valore aggregato di 36,5 miliardi di dollari. Si tratta del 23,4\% e del 4,67\% in meno rispetto ai volumi e al controvalore del 2017.


Discorso diverso invece per quanto riguarda il volume delle operazioni. Questo infatti rappresenta il più basso registrato dal 2004 (198 deals), e rappresenta meno dell’ 1\% del volume globale delle transazioni nel 2018, alla stregua del valore aggregato.

\textit{MENA deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk}

\textsuperscript{45} Crediti deteriorati. Prestiti la cui riscossione è considerata a rischio sotto diversi profili.
I top deals registrati all’interno della regione, che guidano il ranking con notevole distacco rispetto agli altri, sono stati essenzialmente due.

L’acquisizione della *Saudi Arabia’s Alawwal Bank* per 4,9 miliardi di dollari da parte della *Saudi British Bank* e l’aumento di capitale di $4,2 miliardi della *Emirates NBD* finalizzato all’acquisto pianificato della *Denizbank of Turkey*.

Solamente altri cinque deals hanno abbattuto la soglia del miliardo per transazione, tra questi l’acquisizione della *Sahara Petrochemical* da parte della *Saudi International Petrochemical* per un totale di $1,7 miliardi; l’aumento di capitale di circa $1,4 miliardi effettuato per conto della *Dubai Islamic Bank*; l’acquisizione della *Saham*, localizzata in Marocco, da parte della *Sanlam Emerging Markets Ireland*, una società di assicurazioni sulla vita che da qualche anno ha diversificato il proprio business offrendo ulteriori servizi finanziari ed espandendosi oltre il Sud Africa.

L’Egitto guida la classifica dei paesi in cui sono avvenuti più deals all’interno della regione MENA, contabilizzando 135 operazioni, ma solo tre di queste figurano nella top 20 per valore.

Per quanto riguarda il valore aggregato, gli Emirati Arabi Uniti nel 2018 hanno chiuso operazioni per un valore totale di 13,9 miliardi di dollari, il quale rappresenta un significativo incremento rispetto agli $8,1 miliardi registrati nel 2017.

---

**Top 20 MENA deals by value, Bureau van Dijk**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Deal value (mil. USD)</th>
<th>Deal type</th>
<th>Target</th>
<th>Target country</th>
<th>Acquirer</th>
<th>Acquirer country</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>4,900</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Alawwal Bank</td>
<td>SA</td>
<td>The Saudi British Bank</td>
<td>SA</td>
</tr>
<tr>
<td>4,359</td>
<td>Capital increase 24%</td>
<td>Emirates NBD PJSC</td>
<td>AE</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1,722</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Sahara Petrochemical Company</td>
<td>SA</td>
<td>Saudi International Petrochemical Company</td>
<td>SA</td>
</tr>
<tr>
<td>1,356</td>
<td>Capital increase 25%</td>
<td>Dubai Islamic Bank plc</td>
<td>AE</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1,050</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Saham SA</td>
<td>MA</td>
<td>Senam Emerging Markets Ireland Ltd</td>
<td>IE</td>
</tr>
<tr>
<td>1,000</td>
<td>Capital Increase</td>
<td>Khafji Port Free Trade Zone</td>
<td>AE</td>
<td>Unidentified acquirers: Jiangsu Provincial Overseas Cooperation and Investment Company, Nantong Sunfeng Construction Co., Ltd.; Lanyungang Anjin Oilfield Chemicals Co., Ltd.; Jiangsu Dafeng Port Holding Group</td>
<td>CN; CN; CN</td>
</tr>
<tr>
<td>934</td>
<td>Minority stake 10%</td>
<td>IEOC Production BV’s Shoourak concession</td>
<td>EG</td>
<td>Mubadala Petroleum Services Company LLC</td>
<td>AE</td>
</tr>
<tr>
<td>859</td>
<td>Capital Increase 31%</td>
<td>Bank Aljazira</td>
<td>SA</td>
<td>Shareholders; Institutional Investors</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>624</td>
<td>Capital Increase 80%</td>
<td>Global Telecom Holding SAE</td>
<td>EG</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>630</td>
<td>Minority stake 10%</td>
<td>Abu Dhabi Company for Offshore Oil Operations</td>
<td>AE</td>
<td>Indian Oil Corporation Ltd.; ONGC Videsh Ltd.; Bharat Petroleum Resources Ltd</td>
<td>IN; IN; IN</td>
</tr>
<tr>
<td>599</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Emaar Hospitality Group LLC’s five hotels</td>
<td>AE</td>
<td>Abu Dhabi National Hotels PSC</td>
<td>AE</td>
</tr>
<tr>
<td>550</td>
<td>Minority stake 5%</td>
<td>ADNOC Drilling</td>
<td>AE</td>
<td>Baker Hughes v GE Company LLC</td>
<td>US</td>
</tr>
<tr>
<td>536</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Al Safm General Company Ltd</td>
<td>SA</td>
<td>National Agricultural Development Company PJSC</td>
<td>SA</td>
</tr>
<tr>
<td>514</td>
<td>Minority stake 37%</td>
<td>East Mediterranean Gas Company SAE</td>
<td>EG</td>
<td>EMED Pipeline BV</td>
<td>NL</td>
</tr>
<tr>
<td>502</td>
<td>Minority stake 26%</td>
<td>Arab Potash Company</td>
<td>JO</td>
<td>BDIC Mining Investment Co., Ltd</td>
<td>CN</td>
</tr>
<tr>
<td>500</td>
<td>Minority stake</td>
<td>Careem Networks FZ LLC</td>
<td>AE</td>
<td>Investors; Kingdom Holdings Company; Pakistan Inc.; Al Taayari Travel Group; STV Capital</td>
<td>SA; JP; SA; SA</td>
</tr>
<tr>
<td>450</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Marathon Oil Libya Ltd</td>
<td>LY</td>
<td>El Aquilaine SAS</td>
<td>FR</td>
</tr>
<tr>
<td>440</td>
<td>Acquisition 100%</td>
<td>Mungkin-Agro-Industrial &amp; Animal Husbandry Company</td>
<td>IR</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>439</td>
<td>Capital Increase</td>
<td>Al Fawwary Property Developments LLC</td>
<td>AE</td>
<td>Agility The Public Warehouse Company KSC</td>
<td>KW</td>
</tr>
</tbody>
</table>
1.3.6 Russia & Central and Eastern Europe

Il valore delle operazioni di M&A, per quanto riguarda le società target localizzate nell’Europa centrale e orientale e in Russia, ha registrato un incremento del 29% nel 2018, nonostante una flessione nei volumi di transazione del 27%. In totale, sono 6.790 i deals annunciati, per un controvalore aggregato di 140 miliardi di dollari, un netto incremento rispetto ai $108 miliardi del 2017.

Tale valore risulta essere il più alto registrato dal 2015, rappresentando poco meno del 3% del valore globale delle operazioni M&A.

Le motivazioni che hanno guidato tale incremento, nonostante la suddetta flessione nei volumi, sono ricollegabili al fatto che le società acquirenti hanno preferito operazioni singole e consistenti, rispetto al proliferare di operazioni cosiddette minori, che forse non avrebbero garantito il raggiungimento di obiettivi prefissati in sede di pianificazione strategica. Sono principalmente tre le operazioni di maggior successo che hanno contribuito significativamente all’ottenimento di tale valore aggregato, in quanto ognuna di queste transazioni ha abbattuto la soglia dei 10 miliardi di dollari.

---

*Diagram: Russia & Central and Eastern Europe deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk*
L’unico deal che ha visto come target una società localizzata nella regione Central and Eastern Europe (CEE) e Russia, collocandolo nella top 20 dei deals globali, ha riguardato l’annuncio di acquisizione per 21,8 miliardi di dollari da parte del colosso della telefonia mondiale Vodafone Group con sede in Regno Unito, degli assets della Liberty Global, società specializzata della via cavo in Germania. Tale deal includerebbe il controllo di ulteriori società, tra cui Unitymedia sempre in suolo teutonico e UPC in Ungheria, Romania e Repubblica Ceca. I regolatori europei di Bruxelles di recente hanno fatto recapitare a Vodafone una “list of objections” al deal, dichiarando una serie di aree in cui vi è preoccupazione dell’impatto della combinazione Vodafone-Liberty sulla concorrenza, soprattutto per quanto riguarda la Germania, in cui la rete Unitymedia opera attraverso le reti della Deutsche Telekom. Inoltre, Bruxelles ha anche sottolineato che Vodafone sarebbe in grado di ottenere un considerevole potere contrattuale nelle negoziazioni con le emittenti televisive sia negli accordi per la vendita all’ingrosso e sia per le piccole società via cavo.

A seguire nel ranking, il secondo più grande deal ha visto QHG Oil Ventures, acquisire una partecipazione di minoranza (20%) della Neftyanaya Kompaniya Rosneft. Startmag, noto

---

[46] https://www.ft.com/content/a7c7802-5550-11e9-91f9-b6515a54c5b1
[47] Protesta formale sollevata dinanzi la corte durante un processo nella giurisdizione statunitense. Locuzione da contestualizzare in ambito economico, facendo riferimento a una serie di opposizioni all’operazione tali per cui possano sollevare preoccupazioni nel sistema economico regionale.
[48] https://www.startmag.it/energia/fondo-sovrano-qatar-rosneft/
webmagazine dedicato all’innovazione e alla crescita, ha proposto la struttura proprietaria della QHG, la quale non è altro che una scatola cinese, in quanto al vertice di essa vi sono la Glencore Energy UK e la Qatar Investment Authority nella persona di Faisal Alsuwaidi, membro del consiglio d’amministrazione della Rosneft.

La Russia è stato il paese target per eccellenza nel 2018 in termini di valore aggregato ($82,5 miliardi), mentre la Polonia con 1.922 deals guida la classifica dei deals in termini di volume.

1.4 Il mercato M&A 2018 in Italia

![Diagramma M&A]{https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-consumer-market.pdf}

Il mercato M&A italiano ha annunciato un totale di 202 transazioni nel 2018, registrando un +13% rispetto ai volumi del 2017. Il settore del Food ha dominato significativamente la scena in termini di numero di operazioni contando 60 operazioni, il 34% del computo totale delle operazioni all’interno della regione.

Un ruolo fondamentale è stato giocato dagli investitori finanziari, particolarmente attivi rispetto al 2017, i quali hanno registrato un numero di deals annunciati pari a 91; ma al tempo stesso il valore aggregato di tali operazioni risulta diminuire dai €115 milioni del 2017 ai €79 milioni del 2018. Tra le transazioni più importanti realizzate da società di PE vi sono l’acquisizione di Forno d’Asolo da parte di BC Partners; la partecipazione del 41% da parte di FSI nel brand di lusso Missoni; la creazione della newco Design Holding attraverso Investindustrial e Carlyle, la quale holding ha contribuito alla realizzazione e alla determinazione di scelte di portfolio di società come Flos, B&B Italia e Louis Poulsen.

I corporate buyers hanno focalizzato le proprie attenzioni sul mercato domestico, facendo registrare un decremento delle operazioni outbound, passando dalle 27 del 2017 alle 20 del 2018.

---

49 [https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-consumer-market.pdf](https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-consumer-market.pdf)
50 Gli investitori finanziari includono società di Private Equity, SPAC (Special Purpose Acquisition Company), holding finanziarie e family offices.
51 Transazioni che coinvolgono un’acquirente italiana e una target straniera.
L’acquisizione di Nestle’s US confectionery da parte di Ferrero per un totale di 2,3 miliardi di euro, ha rappresentato uno dei maggiori cross-border deals, insieme alla OPA\textsuperscript{52} di Richemont per l’acquisizione del 75% delle azioni di Yoox Net-a-Porter Group. Tra le altre operazioni cross-border, l’acquisizione di Gianni Versace da parte della Capri Holdings (Michael Kors) per un corrispettivo di €1,8 miliardi; l’investimento nel 70% del capitale nella Playtech da parte di Snaitech e infine, l’acquisizione di US Mars Drinks da parte di Lavazza.

Le transazioni avvenute nel 2018, hanno confermato un trend in ascesa dei multipli, con una media del multiplo EV/EBITDA che oscilla all’interno del range definito 9x-16x, comunque dotato di una notevole varianza nei sotto-settori. I multipli più alti sono stati pagati nel settore Cosmetics e Fashion, per una media rispettivamente del 16x e del 13x. D’altro canto, i multipli più bassi sono stati registrati nei settori Beverages e Leisure. Si è evidenziato inoltre che gli investitori strategici sono più propensi a pagare multipli più alti rispetto agli investitori finanziari, una media di 17x contro una media di 12x. Ciò è dovuto al fatto che determinano un’acquisizione in funzione di un orizzonte temporale più lungo, facendo leva su una prospettiva di maggior valore di realizzo attribuibile alle sinergie operative e strategiche. Le transazioni \textit{inbound}\textsuperscript{53} hanno registrato multipli più alti rispetto ai multipli riferiti alle operazioni \textit{outbound} e a quelle avvenute all’interno del mercato domestico; viaggiano, infatti, su una media di 18x, parallelamente a 15x e 11x rispettivamente. Tale dato conferma un

\begin{table}
\centering
\begin{tabular}{lccc}
\hline
\textbf{Segmento} & \textbf{2018} & \textbf{2017} & \textbf{Variante} \\
\hline
Food & 60 & 57 & 3 \\
Beverages & 15 & 23 & -8 \\
Personal care & 7 & 11 & -4 \\
Cosmetics & 43 & 34 & 9 \\
Fashion & 29 & 18 & 11 \\
Leisure & 48 & 35 & 13 \\
\hline
\end{tabular}
\caption{Number of deals by segment on the Italian market 2018 vs 2017, PwC Italia}
\end{table}

\textsuperscript{52} Offerta Pubblica di Acquisto, si intende ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale finalizzato all’acquisto in denaro di strumenti finanziari.

\textsuperscript{53} Transazioni che coinvolgono un’acquirente straniera e una target italiana.
forte appeal delle aziende e dei marchi italiani, suscitando notevole interesse da parte degli investitori internazionali che basano i propri business sulla qualità del prodotto e sulla creatività e innovazione imprenditoriale. Il Made in Italy risulta essere, anche nel 2018, un fattore determinante nelle scelte di investimento agli occhi delle società straniere che intendono avvalorare i propri prodotti, al fine di ottenere la piena soddisfazione del cliente.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Deals by segment for strategic investors</th>
<th>Deals by segment for financial investors</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Food</td>
<td>41 vs. 42</td>
</tr>
<tr>
<td>Beverages</td>
<td>9 vs. 20</td>
</tr>
<tr>
<td>Personal care &amp; Cosmetics</td>
<td>5 vs. 5</td>
</tr>
<tr>
<td>Fashion &amp; Luxury</td>
<td>20 vs. 22</td>
</tr>
<tr>
<td>Furniture &amp; Design</td>
<td>7 vs. 14</td>
</tr>
<tr>
<td>Specialty retail and Leisure</td>
<td>29 vs. 21</td>
</tr>
</tbody>
</table>

_Deals by segment on the Italian market for strategic and financial investors, 2018 vs 2017, PwC Italia_

Volendo tracciare quelli che possono rappresentare i trends per il 2019, ci si può aspettare un altrettanto notevole volume di transazioni. Volume guidato da macro-fattori che sosterranno la crescita del mercato M&A italiano, tra cui la ricerca della sostenibilità, il più rilevante dei fattori all’interno dell’industria del Food, del Beverages e del Cosmetics. La chiave per attrarre nuovi consumatori, in particolare i Millennials e la Gen Z\(^54\), sarà rappresentata dall’innovazione. Le società stanno apprendendo che investire in società innovative di nicchia rappresenta una valida e più semplice alternativa allo sviluppo interno finalizzato all’espansione del proprio portfolio prodotti. Il Value for money\(^55\) da qualche anno rappresenta un mantra non solo per il consumatore finale del B2C\(^56\), ma anche per le società B2B\(^57\) che lavorano per marchi di Fashion.

\(^{54}\) Generazioni rispettivamente circoscritte tra i nati nei primi anni ottanta e i primi anni novanta, e tra i nati nella metà degli anni novanta fino al 2012.

\(^{55}\) Rapporto qualità prezzo.

\(^{56}\) B2C: Business to Consumer, relazioni che un’impresa commerciale detiene con i suoi clienti per le attività di vendita e/o assistenza.

\(^{57}\) B2B: Business to Business, transazioni commerciali elettroniche tra imprese.
& Luxury. Ulteriore esempio calzante riguarda l’incremento del numero delle donne single e lavoratrici che sta conducendo verso una rivoluzione dei settori più tradizionali come quello del Food. Si può attendere che questi cambiamenti nel Lifestyle portino a un consumo sempre maggiore dei cibi “pronti”, dei surgelati e del food delivery. Ultimo fattore che trainerà la crescita del mercato è l’immediatezza: il mercato E-commerce rappresenterà il canale di vendita per eccellenza caratterizzato da una crescita esponenziale cross-industry.
Capitolo II. La Valutazione d’Azienda

2.1 Introduzione al processo valutativo

“Oggigiorno si conosce il prezzo di tutto e il valore di niente...”

Questa frase appartenente a Oscar Wilde, viene scritta nel celebre romanzo di Dorian Gray, in cui prende forma una visione estremizzata e cinica sul pensiero diffuso nella società inglese del 1861. La frase può comunque considerarsi attuale nei giorni nostri, rispecchiando il mantra che ci ripetiamo del cosi fan tutti, ricercando in noi stessi quella voglia soffocante di adottare una visione più profonda della realtà. Contestualizzando tale citazione in ambito economico, il valore di un’azienda spesso si discosta dal prezzo, in quanto quest’ultimo risulta da un confronto, una negoziazione in cui subentrano il peso di varie circostanze non soggette a formalizzazione.

La valutare un’impresa in funzionamento significa definire preliminarmente una serie di regole, ragionevolmente oggettive, volte a catturare il valore del complesso aziendale in esame. Conoscere il valore di un’attività e, in particolare di un’azienda è un presupposto essenziale al fine di assumere in modo razionale le decisioni.

La complessità dell’ambiente economico e la vastità di imprese che operano all’interno di esso, spingono a dover considerare il concetto di valore d’impresa come funzione di due diversi punti di vista: quello del valutatore e quello delle motivazioni della valutazione. Il valore di un bene può essere inteso sia come beneficio economico che esso è in grado di produrre, sia in termini di costo-opportunità, ovvero la soddisfazione cui si rinuncia non investendo in un bene alternativo. Quest’ultima visione rappresenta il valore che, in normali condizioni di mercato, può ritenersi congruo per l’azienda oggetto di analisi, indipendentemente dall’identità e dalla forza contrattuale delle parti in causa e dalla domanda/offerta esistente per la specifica azienda in esame. Questo viene definito valore stand alone di un’azienda, tuttavia, non si può ignorare il fatto che l’ambiente e l’azienda si presentano come sistemi aperti che si influenzano reciprocamente. D’altra parte, il valore che l’azienda ha per uno specifico operatore economico rappresenta il cosiddetto valore soggettivo. Il valore attribuito allo stesso specifico bene può variare a seconda dell’operatore economico che ne effettua la valutazione; può, infatti, risultare diverso tra gli stessi potenziali acquirenti, ma soprattutto può non coincidere tra lo stesso acquirente e il potenziale venditore.

Una conversione di ipotesi porta a considerare, quindi, che il valore di un bene è determinato sulla base di diverse nozioni, che a loro volta dipendono dai fattori utilizzati per determinarli i
quali possono essere interni all’azienda, come la situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria; esterni, come fattori macroeconomici e microeconomici, la crescita del mercato e il posizionamento competitivo; e infine, fattori soggettivi, quali la forza contrattuale delle parti.
Viene da sé che la determinazione del valore può essere considerato come un processo analitico, articolato e più o meno complesso.
Valutare un’azienda consiste nell’attribuire al suo capitale il valore che un operatore di mercato pagherrebbe per acquisirlo. La dottrina, tra i vari metodi elaborati per effettuare quest’operazione, insegna che non ne esiste unicamente uno che sia ottimale e universale, pertanto l’attribuzione di un valore al capitale economico risulta da una stima che mira a raggiungere il più alto grado di oggettività, seguendo un certo iter che consta delle fasi di:

1. Definizione dell’obiettivo della valutazione.
Definire le ipotesi in cui tale si rende necessaria, ad esempio nel caso di cessione o acquisizione, fusione, scissione, conferimento, aumento di capitale, liquidazione, emissione prestiti, OPA e recesso di soci;

2. Raccolta e analisi delle informazioni.
Il reperimento e l’elaborazione di quest’ultime costituiscono la base informativa del processo. Si procede con l’analisi di informazioni interne all’azienda come l’assetto giuridico, la storia aziendale, i documenti contabili e i piani di azione. Si procede, successivamente, all’analisi delle informazioni esterne come ad esempio l’analisi della concorrenza esistente e potenziale, del settore, le strategie dei principali competitor e le loro performance finanziarie;

3. Scelta e applicazione del metodo di stima.
Questi possono essere indiretti o diretti, utilizzando un approccio equity side o asset side per taluni di essi;

4. Stesura della relazione sulla valutazione.
La valutazione deve essere svolta da un soggetto competente che sia in grado di permeare tale di razionalità, verificabilità, coerenza e affidabilità. Inoltre, deve essere svolta in modo professionale, in linea con i principi dell’International Valuation Standards Council e il

58 Organizzazione indipendente senza fini di lucro, che si occupa di sviluppare standard tecnici ed etici internazionali per le valutazioni su cui fanno affidamento gli investitori. Gli International Valuation Standards hanno rappresentato la base di ispirazione per lo sviluppo dei Principi Italiani di Valutazione dell’Organismo Italiano di Valutazione.
soggetto in questione deve essere dotato di capacità, esperienza e conoscenza adeguata all’oggetto e alla finalità della valutazione.

2.2 Il metodo patrimoniale

La valutazione basata sulla logica patrimoniale\textsuperscript{59}, si realizza attraverso l’individuazione del patrimonio netto rettificato, determinato, tramite la rettifica delle voci dell’attivo e del passivo, tenendo conto dell’effetto fiscale collegato con la rilevazione analitica delle plusvalenze e delle minusvalenze relative alle singole poste. Il valore coincide con l’investimento netto che sarebbe eventualmente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

La revisione ha come punto di partenza il capitale netto di bilancio, comprensivo dell’utile di esercizio, riferito a una situazione patrimoniale contabile a una data specifica. La revisione può essere altresì omessa nel caso in cui il bilancio consti di una certificazione, altrimenti occorre procedere con una serie di rettifiche positive o negative dei valori contabili con riferimento a:

- Correzioni attinenti al valore dei crediti;
- Annullamento di costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto economico;
- Esame di congruità dei fondi TFR;
- Verifica delle riserve;
- Stima dei rischi connessi a cause passive in corso;
- Stima dei rischi che possono generare anche rilevanti correzioni negative del capitale netto.

Oltre alla correzione dei suddetti valori contabili, la stima patrimoniale necessita di una serie di revisioni di stima di alcuni asset affinché i criteri adottati siano coerenti con gli obiettivi e le esigenze del processo valutativo.

In particolar modo, si procede alla stima a valori correnti delle seguenti attività.

Il criterio del prezzo corrente, utilizzato per la stima a valori correnti di immobilizzazioni tecniche, fa riferimento al prezzo desunto dal mercato; conseguentemente tale criterio deve essere applicato per quei beni che hanno valore di mercato. Qualora non dovesse esistere un mercato per il bene in considerazione, si adottano dei criteri alternativi di stima. Il criterio del costo di ricostruzione, infatti, viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare il bene. Il criterio del costo di sostituzione, rappresenta il costo necessario per costruire o acquistare un bene che sia in grado di rimpiazzare il bene per cui non vi è un mercato. Il bene in sostituzione deve comunque possedere analoga resa e capacità e, più in generale, la stessa utilità. Queste ultime due configurazioni di costo, vengono definite “a nuovo”. Queste, però, necessitano di ulteriori rivalutazioni: poiché il bene in ricostruzione o in sostituzione presenta caratteristiche di superiorità rispetto al bene già in possesso, è opportuno che vengano detratte forme di costo dovute al deperimento fisico e all’obsolescenza economica, operativa e finanziaria.
Per la valutazione dei beni immobili destinati alla vendita l’unico possibile riferimento è il prezzo di mercato, il quale può essere immediato o differito, secondo il grado di urgenza cui si intende procedere alla vendita.

D’altra parte, l’azienda può non essere intenzionata alla vendita del bene, per cui tali beni vengono considerati di investimento. Il costo di ricostruzione fa riferimento alla somma del valore attuale dell’area specifica e del costo corrente di edificazione di un edificio avente caratteristiche uguali o simili a quello preso in considerazione; al risultato andrà opportunamente decurtato un livello di costi che si riferiscono allo stato di conservazione dell’edificio e/o ad altri fattori di obsolescenza.

La stima a valore di mercato prende in considerazione l’osservazione dei prezzi di mercato per beni analoghi a quello considerato.

Il valore di capitalizzazione del reddito si determina applicando al reddito, netto o lordo, la formula di capitalizzazione della rendita perpetua(1) o limitata a n anni(2), di seguito riportata:

\[
W = \frac{R}{i} \\
W = R \ a_{n|i}
\]

Dove \( \frac{R}{i} \) rappresenta il rapporto tra il reddito medio e il tasso di capitalizzazione e,

\( R \ a_{n|i} \) il fattore di attualizzazione dei redditi di ciascuno degli n anni considerati al tasso \( i \).
Le scorte di magazzino sono composte da diversi tipi di prodotti, ognuno dei quali necessita di essere stimato a valori correnti secondo un preciso criterio.

Il criterio di costo attuale o recente di produzione è da riferirsi ai prodotti semilavorati.

Il criterio del valore corrente fa riferimento alla stima a valori correnti delle materie prime.

I prodotti obsoleti devono essere valutati secondo il prezzo di possibile realizzo.

Per quanto riguarda, invece, i prodotti destinati alla normale vendita, questi devono essere valutati al minore tra il costo più recente di produzione e il prezzo medio di vendita.

La valutazione al costo è intesa in relazione alla parte di lavoro eseguita.
La valutazione proporzionale al ricavo è, invece, ottenuta dal prodotto tra il prezzo dell’opera e la percentuale di lavoro svolto.

Per i titoli quotati, la stima al valore corrente, presuppone una valutazione che abbia come riferimento i prezzi di un recente periodo, mediante media dei prezzi dell’ultimo mese o trimestre, o, altresì, una valutazione al prezzo corrente al momento della stima. La stima avviene in modo differente nel caso dei titoli a reddito fisso non quotati. Questi ultimi implicano una valutazione al loro valore nominale o di costo nel caso in cui i tassi di rendimento siano sostanzialmente in linea con quelli di mercato. Se così non fosse, il valore attribuibile si identifica con l’attualizzazione dei flussi di cassa che ne derivano, o altrimenti tramite l’osservazione dei prezzi correnti di titoli simili.

La stima a valori correnti delle partecipazioni deve essere effettuata tenendo in considerazione due ipotesi di valutazione ben distinte. Nel caso di una partecipazione, il cui valore risulti determinante ai fini dell’esercizio del controllo di una società, la stima deve tenere conto sia
delle finalità del controllo, strategico o puramente d’investimento finanziario, sia dello scopo ultimo della valutazione, per scelte strategiche o per operazioni di finanza straordinaria. Nella stima del valore di tali partecipazioni si può fare riferimento al bilancio consolidato, altrimenti alla valutazione del capitale economico della singola società.

La seconda ipotesi fa riferimento all’iscrizione in stato patrimoniale di partecipazioni tali che non determinino il controllo di una società. In tal caso, se la partecipazione risultante all’interno di una quotata non è rilevante, la decisione sul valore a essa attribuibile considera i prezzi di mercato con riferimento a un periodo di alcuni mesi, al fine di ovviare a problemi di volatilità. Si deve fare riferimento al capitale netto contabile e a multipli di società o transazioni comparabili, nel caso in cui la partecipazione sia non rilevante e all’interno di società non quotate. Le partecipazioni di rilievo, infine, vedono l’applicazione degli stessi principi descritti in precedenza con riferimento alle società controllate.

I crediti necessitano di essere valutati in base al valore di presunto realizzo. Si procede a un’attualizzazione dei crediti con scadenza a medio lungo termine e alla correzione di quelli che maturano interessi a tassi non in linea con il mercato. Tra le situazioni più rilevanti, possono essere citati i crediti per vendite rateali; i crediti vantati da imprese industriali verso enti pubblici; crediti a lungo termine con tassi fissi sensibilmente inferiori a quelli correnti; e, infine, i crediti generati da importanti lavori su commessa esigibili nel medio lungo termine. Deve essere presa in considerazione l’ipotesi per cui tali crediti non siano interamente esigibili. Una stima analitica, delle tecniche di campionamento o ancora un’estrapolazione di perdite passate sui crediti, coadiuverà la determinazione della percentuale di abbattimento per svalutazione.
L’attualizzazione di tali passività riguarda, nello specifico, debiti finanziari con scadenza a medio lungo termine, per le quali si rende necessaria una revisione di stima a valori correnti, effettuando una distinzione tra le obbligazioni quotate e le altre passività.

Con riferimento alle prime, la revisione avviene attraverso l’osservazione dei prezzi di mercato al momento della revisione.

Per quanto riguarda le altre passività, si procede con l’attualizzazione dei flussi, il confronto con titoli similari quotati e, nel caso in cui si verifichessero differenze tra i tassi negoziati e i tassi di mercato, si procede per via del differenziale legato al tasso di rating.

Ricapitolando, ai fini dell’applicazione del metodo patrimoniale semplice, il Patrimonio Netto Contabile (C) viene sottoposto a un processo di revisione e trasformazione a valori correnti degli elementi attivi non monetari. Si determinano in tal modo una serie di plusvalenze (P) e minusvalenze (M) che, sommate algebricamente al PNC, e una volta detratti gli oneri fiscali potenziali, andranno a definire il cosiddetto Patrimonio Netto Rettificato, ovvero il valore economico del capitale dell’azienda (W).

\[
W = C + [(P_1 + P_2 + \ldots) - (M_1 + M_2 + \ldots)] (1 - t)
\]
Partendo dalla definizione del metodo patrimoniale semplice, si può discernere un ulteriore metodo di valutazione del capitale economico più dettagliato, il quale richiede l’inclusione del valore attribuito ai beni intangibili specifici non contabilizzati in bilancio.

Si tratta del metodo patrimoniale complesso.

L’inclusione di tali attività non può prescinere da un percorso valutativo di esse, le quali devono preliminarmente rispondere necessariamente ai seguenti requisiti di:

- Trasferibilità;
- Misurabilità;
- Produzione di utilità differite nel tempo.

La valutazione degli intangibili specifici richiede un iter che si articola principalmente in tre fasi:

1. La scelta dei criteri e metodi di valutazione rispondenti a specifici requisiti, tra cui il criterio del costo, dei risultati differenziali, comparativo, delle ricerche di mercato e il criterio del valore della relazione con il cliente.
2. Il vincolo di scenario reddituale: il loro valore non può essere superiore a un tetto massimo aziendale condizionato dallo scenario reddituale.
3. La finalità della stima: quest’ultima può condizionare sia le caratteristiche dei criteri e dei metodi adottabili, sia la misura limite del valore aziendale.

Al fine di evitare il rischio di sovrapposizioni e duplicazioni, nella prassi si è soliti classificare gli intangibles in tre macro-segmenti: intangibles legati al marketing, come ad esempio il nome e il logo della società, le idee pubblicitarie e promozionali o lo stesso design dell’imballaggio; intangibles legati alla tecnologia, ai brevetti, ai software, al know-how produttivo; e infine, gli intangibles legati alla conoscenza, al capitale relazionale, umano e organizzativo.

Nel caso in cui tali attività siano state acquisite, la loro classificazione è necessariamente condotta secondo le norme e i regolamenti al fine di evitare una loro contabilizzazione, ammortamento e rivalutazione annuale. Qualora invece siano state prodotte internamente, la loro classificazione non è soggetta a comportamenti regolamentari.

Il metodo patrimoniale complesso ha dunque come base di partenza il Patrimonio Netto Contabile, il quale opportunamente rettificato attraverso la revisione e trasformazione a valori...
correnti delle attività e passività, costituisce il Patrimonio Netto Rettificato. Se a quest’ultimo vi si somma il valore attribuibile agli intangibili specifici (IS), si giunge alla determinazione del Patrimonio Netto Integrato, il quale corrisponde al valore del capitale economico aziendale.

\[ W = C + IS + [(P_1 + P_2 + \ldots) - (M_1 + M_2 + \ldots)](1 - t) \]

2.3 Il metodo reddituale

"Le valutazioni reddituali sono basate, in relazione al fatto che si segua un approccio Equity side o Asset side, sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo disponibile al netto delle imposte che pagherrebbe la società se non fosse indebitata) dell’azienda o del ramo d’azienda oggetto di stima, a un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri o del costo medio ponderato del capitale o del costo dei mezzi propri unlevered con separata valutazione dei benefici fiscali dell’indebitamento."^60

L’utilizzo del metodo reddituale risulta essere particolarmente adeguato nei confronti di aziende così definite stabilì; inoltre, presenta diverse soluzioni applicative in relazione a particolari scelte effettuate nell’ambito della definizione di alcuni dei fattori chiave che pongono il metodo reddituale nelle condizioni migliori per poter determinare un valore aziendale quanto più significativo e universalmente accettabile.

Si possono distinguere grandezze in atto e potenziali in relazione al modo in cui sono definiti e misurati i flussi reddituali del passato. Le prime concernono alla capacità di reddito già dimostrata negli esercizi passati o comunque raggiungibile con ragionevole probabilità, tale capacità andrà a determinare i valori economici del capitale. Le seconde, d’altro canto, fanno riferimento a capacità non ancora raggiunte, le quali devono essere costruite sulla base di accettabili assumptions. In questo caso i redditi storici possono anche essere disattesi, andando così a determinare i valori potenziali del capitale. Al fine di determinare i flussi economici, in entrambi i casi, l’utile di bilancio rappresenta un valore che non rispecchia in modo veritiero il flusso economico stesso, ma necessita di apposite rettifiche e integrazioni in modo da poter eliminare i fattori che hanno contribuito alla determinazione del risultato economico aziendale.

^60 Principi Italiani di Valutazione III.1.31
I flussi attesi di reddito, per la determinazione del valore economico del capitale, possono essere espressi attraverso:

- Una serie di risultati annuali, prendendo come riferimento un range temporale degli ultimi 3-5 anni; oltre tale periodo verrebbero introdotte condizioni di ipotesi che andrebbero a ridurre il grado di affidabilità dei risultati.
- Una media valida per un periodo futuro indeterminato o per un arco temporale definito: lo scopo è di stabilire una previsione analitica attuata anno per anno che non si discosti in modo sostanziale dalle capacità di flusso già raggiunte; si evita in tal modo di accentuare le difficoltà di previsione. L’idea alla base fa riferimento all’utilizzo di una media che rispecchi le condizioni di produzione dei flussi attuali.
- Una fascia di grandezze espressiva della variabilità dei possibili risultati: si prende in considerazione un’attenta analisi delle condizioni attuali e della loro probabile evoluzione, vengono, dunque, considerati differenti scenari con diversi gradi di ottimismo, contribuendo così alla determinazione dei flussi di reddito.

Le stime potenziali del valore del capitale, d’altro canto, utilizzano metodi di determinazione dei flussi facenti riferimento a capacità di reddito non ancora raggiunte. Possono così distinguersi:

- Valori potenziali puri: questi non presuppongono l’imposizione di specifici vincoli ai parametri e specifiche condizioni alla formalizzazione dei piani. Tale metodo presuppone l’utilizzo di due diversi approcci. Il primo, fa riferimento alla crescita attesa (considera la capacità di reddito steady state\(^{61}\)) e alla crescita inerziale (considera l’incremento di reddito atteso a seguito di investimenti già realizzati e di costi già sostenuti che non sono ancora giunti redditualmente a piena maturazione). Il secondo approccio delle opzioni innovative, oltre a considerare i due tipi di crescita, comprende anche quella potenziale, determinata dal VAN\(^{62}\) degli investimenti futuri.
- Valori potenziali controllabili, il cui concetto risponde alla necessità di definire il *fair value*\(^{63}\) dell’impresa ai fini dell’applicazione dei nuovi IAS\(^{64}\). Un aspetto fondamentale, ai fini dell’applicazione di tale metodo, concerne la disponibilità di una strategia formalizzata.

\(^{61}\) Stato stazionario. In tale frangente, fa riferimento al reddito che l’azienda potrebbe generare stabilmente.

\(^{62}\) Valore Attuale Netto.

\(^{63}\) “Il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un’attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato”, IFRS 13.

\(^{64}\) IAS, International Accounting Standards – Principi Contabili Internazionali.
in un piano che non metta a rischio gli equilibri economici, finanziari e patrimoniali
dell’azienda, ma che prospetti una solida sostenibilità dei risultati e della crescita dei flussi
reddituali.

- Valori potenziali di acquisizione, intesi come valore soglia oltretutto quale l’acquisizione non
risulta più essere conveniente dal punto di vista del buyer. Quest’ultimo soggetto può essere
rappresentato da un acquirente finanziario, il cui obiettivo è quello di determinare un valore
tale che non superi il valore di tutte le entrate che prevede di conseguire in futuro in termini
di dividendi e di capital gain, attualizzate al rendimento-obbiettivo minimo. In alternativa,
le finalità di un buyer strategico constano della determinazione di un valore attuale che non
sia superiore rispetto ai vantaggi complessivi e annuali ottenibili con l’acquisizione,
considerando dunque i redditi attesi e gli eventuali mezzi aggiuntivi a titolo di capitale da
apportare.

2.3.1 Approccio Equity side nella determinazione del valore economico

L’ipotesi assunta alla base dell’applicazione di tale metodo, rinvia alla considerazione del
leverage\(^{65}\) come fattore determinante del valore economico aziendale, ciò implica l’inclusione
dell’indebitamento finanziario ai fini dei calcoli in merito alla valutazione aziendale. La stima
del valore avviene, dunque, partendo direttamente dal Reddito Netto, identificato con l’utile
netto aziendale. Occorre quindi, che tali flussi reddituali di pertinenza degli azionisti, vengano
scontati a un congruo tasso di attualizzazione, in questo caso il costo del capitale proprio.
In accordo con i principi di redazione del bilancio disposti dallo IAS 1, in relazione alla nozione
di continuità aziendale secondo cui l’azienda deve essere considerata come un’entità in
funzionamento e, soprattutto, un’entità atta a esercitare le proprie capacità operative nel
tempo\(^{66}\), l’orizzonte temporale al quale occorre fare riferimento, al fine di una valutazione, deve
preferibilmente considerarsi indefinito. È possibile comunque adottare un orizzonte temporale
limitato, tale scelta può risultare da alcune considerazioni concernenti, ad esempio: il ciclo di
vita del prodotto; il grado di dinamismo dell’ambiente competitivo; il grado di rischio
dell’attività aziendale; le concessioni a scadenza e ulteriori elementi.
Sono da considerarsi, dunque, diverse formule atte a esprimere il valore aziendale secondo
l’approccio equity side, con la possibilità di operare una classificazione nelle seguenti macro-

---

\(^{65}\) Leva finanziaria, indica l’indebitamento aziendale.

\(^{66}\) IAS 1 n.25.
categorie, indicando con $W$ il valore economico aziendale, $R$ il valore del reddito, $i$ il tasso di attualizzazione dei flussi, ovvero il cost of equity\textsuperscript{67}:

a) Formula della rendita perpetua:

- Mediante l’utilizzo del reddito medio atteso ($R$):
  $$W = \frac{R}{i}$$

- Mediante l’utilizzo del reddito corrente ($R_0$) e del fattore di crescita ($g$):
  $$W = R_0 \frac{1+g}{i-g}$$

b) Formula della durata limitata:

- Mediante l’utilizzo del reddito medio atteso:
  $$W = R \frac{a_n}{i}$$

- Mediante l’utilizzo dei redditi attesi anno per anno (per $n$ anni):
  $$W = \sum_{i=1}^{n} R_i \, v^i$$

- Mediante l’utilizzo dei redditi anno per anno per un periodo (fino a $m$) e del reddito medio atteso da $m+1$ anni a $n$ anni:
  $$W = \sum_{i=1}^{m} R_i \, v^i + \sum_{i=m+1}^{n} R \, v^i$$

c) Formula che scompone i flussi reddituali futuri in due anni, di previsione analitica per $n$ anni e di previsione sintetica attraverso il Terminal Value\textsuperscript{68} ($V$) all’$n$-esimo anno:
  $$W = \sum_{i=1}^{n} R_i \, v^i + V \, v^n$$

d) Formula che scompone i flussi reddituali futuri in tre periodi:
  $$W = \sum_{i=1}^{m} R_i \, v^i + \sum_{i=m+1}^{n} R \, v^j + V \, v^n$$

Dove:

$v =$ fattore di attualizzazione.

\textsuperscript{67} Costo del capitale proprio.
\textsuperscript{68} Il valore terminale (o anche residuale o finale) di un titolo rappresenta il valore attuale di flussi di cassa futuri, in tale frangente, di previsione implicita. Pag.58.
2.3.2 Approccio Asset side nella determinazione del valore economico

Secondo l’approccio alternativo per il calcolo del valore del capitale economico aziendale con il metodo reddituale, ovvero quello che viene più comunemente definito approccio Asset side, il leverage, differentemente dalla visione Equity side, non rappresenta una chiave determinante ai fini dei calcoli. Occorre, infatti, che l’indebitamento netto venga neutralizzato.

Si procede con la determinazione dell’Enterprise Value, prendendo in considerazione i flussi reddituali operativi generati dall’impresa antecedenti al saldo fra oneri finanziari passivi e attivi. Un ulteriore punto da sottolineare riguarda il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare i suddetti flussi. In merito all’approccio precedente, il costo del capitale proprio rappresenta l’unico tasso a cui occorre attualizzare i flussi reddituali. Secondo la visione Asset side, occorre sommare al costo del capitale proprio, il costo del capitale di debito. Tale tasso di attualizzazione è espresso dal cosiddetto costo medio ponderato del capitale (WACC\(^69\)). Per quanto concerne la determinazione del Terminal Value, occorre fare riferimento al NOPAT\(^70\), ovvero al reddito operativo al netto delle imposte figurative calcolate sull’EBIT\(^71\). L’Enterprise Value risulta così essere determinato; a questo occorre neutralizzare il valore attuale della posizione finanziaria netta (PFN, indicata nelle formule con \(D_a\)) ai fini della determinazione dell’Equity Value.

Analogamente all’approccio precedentemente descritto, anche la visione Asset side è caratterizzata dalla possibilità di applicare diverse formule affinché si giunga alla determinazione del valore del capitale economico; la misura dell’orizzonte temporale preso in considerazione rappresenta il fattore discriminante delle diverse formule:

a) Formula della rendita perpetua:

- Mediante l’utilizzo del reddito medio atteso (\(R\)):
  \[
  W' = \frac{R'}{WACC} - D_a
  \]

- Mediante l’utilizzo del reddito corrente (\(R_0'\)) e del fattore di crescita (\(g\)):
  \[
  W' = R_0' \left(1 + g\right) \frac{1}{WACC - g} - D_a
  \]

\(^{69}\) Acronimo anglosassone stante per Weighted Average Cost of Capital.

\(^{70}\) Acronimo anglosassone stante per Net Operating Profit After Taxes

\(^{71}\) Acronimo anglosassone stante per Earnings Before Interests and Taxes.
b) Formula della durata limitata:

- Mediante l’utilizzo del reddito medio atteso:
  \[ W' = R'_{\text{avg wacc}} \]
- Mediante l’utilizzo dei redditi attesi anno per anno (per \( n \) anni):
  \[ W' = \sum_{i=1}^{n} R'_i \text{wacc} \text{wacc} - D_a \]
- Mediante l’utilizzo dei redditi anno per anno per un periodo (fino a \( m \)) e del reddito medio atteso da \( m+1 \) anni a \( n \) anni:
  \[ W' = \left( \sum_{i=1}^{m} R'_i \text{wacc} \text{wacc} + \sum_{i=m+1}^{n} R'_i \text{wacc} \text{wacc} \right) - D_a \]

c) Formula con l’impiego del valore terminale (\( V \)):

- Mediante l’utilizzo dei redditi anno per anno (per \( n \) anni):
  \[ W' = \left( \sum_{i=1}^{n} R'_i \text{wacc} \text{wacc} + V_n \text{wacc} \right) - D_a \]
- Mediante l’utilizzo dei redditi anno per anno per un periodo (fino a \( m \)) e del reddito medio atteso da \( m+1 \) anni a \( n \) anni:
  \[ W' = \left( \sum_{i=1}^{m} R'_i \text{wacc} \text{wacc} + \sum_{i=m+1}^{n} R'_i \text{wacc} \text{wacc} + V_n \text{wacc} \right) - D_a \]

L’utilizzo dei due approcci garantirebbe, in teoria, una uniformità di risultati; tuttavia ciò accade raramente per via dei numerosi parametri che entrano in gioco. La scelta di un approccio valutativo piuttosto che un altro, si basa principalmente sulle caratteristiche specifiche dell’azienda in esame. Aziende con gestione finanziaria fortemente interrelata con la gestione operativa, aziende in fase di start up o ancora, la determinazione del valore di pacchetti di minoranza, prediligono una valutazione reddituale implementata attraverso l’approccio Equity side. Tuttavia, tale scelta applicativa presenta alcune criticità che non possono essere sottovalutate, ma che al contrario possono determinare dei seri rischi ai fini di una valutazione corretta. Si riscontra una maggiore volatilità dei flussi per effetti legati alla gestione straordinaria a ipotesi di crescita e o rischio. Inoltre, si rende necessario effettuare un’esplicitazione puntuale del profilo di evoluzione della struttura finanziaria tenendo ben presente le norme sull’adeguatezza patrimoniale e i relativi coefficienti di vigilanza.

L’approccio parallelo, ovvero quello Asset side, risulta essere maggiormente indicato per la valutazione di aziende multibusiness e altri ambiti applicativi principalmente unlevered come, ad esempio, il caso di carve-out\(^\text{72}\) di rami d’azienda. Un importante fattore giocato a favore di

\(^{72}\) Disinvestimento di una particolare unità di business. Il processo si tramuta in un trasferimento a terzi del ramo aziendale attraverso la vendita o lo scambio.
tale approccio riguarda la possibilità di separare il profilo di rendimento del capitale investito rispetto al costo delle fonti di finanziamento. Il metodo Asset side, analogamente all’approccio Equity, presenta delle criticità permeate dalla soggettività del valutatore. Spesso, infatti, gli effetti fiscali e l’evoluzione della struttura finanziaria vengono determinati tramite forfettizzazione.

2.4 Il metodo finanziario

Secondo i Principi Italiani di Valutazione, le valutazioni basate sull’attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall’azienda (o dal ramo d’azienda) oggetto di stima, comprendono il metodo Discounted Cash Flow (DCF), nelle varianti Asset o Equity side, e il Dividend Discount Model (DDM).

Differenemente dall’applicazione del metodo reddituale, secondo cui la determinazione del valore economico del capitale si fonda sull’attualizzazione di flussi economici, il metodo finanziario considera l’attualizzazione dei flussi finanziari. Tali flussi non seguono un trend in linea di massima costante, cosa che è invece osservabile nei flussi economici di un’azienda in salute operante in settori tradizionali. Tale differenza si ricollega alla maggiore esposizione dei flussi monetari a condizioni di carattere contingente come, ad esempio, dilazioni ai clienti, prolungamento di tempi di pagamento dei fornitori.

2.4.1 Discounted Cash Flow

Si è accennato a come l’applicazione del metodo finanziario implichi l’utilizzo di flussi piuttosto complicati da stimare nel futuro. Il Discounted Cash Flow (DCF) in particolare, sebbene rappresenti il metodo maggiormente impiegato nella valutazione d’azienda, presenta alcuni limiti. La difficoltà di distinzione tra componenti transitorie e componenti permanenti dei flussi attesi nel periodo di previsione esplicita, rende il DCF un metodo ritenuto non del tutto affidabile quando viene applicato a orizzonti temporali limitati, in quanto si basa su risultati che possono anche essere largamente discontinui nel tempo. Il fatto che si scarichi sulla stima del Free Cash Flow (FCF) la maggior parte della valutazione, fa sì che un ipotetico errore di sotto–sovrastima dei suddetti flussi determini facilmente una sotto–sopravalutazione del valore dell’azienda.
D’altra parte se il DCF rappresenta il metodo di valutazione più diffuso vi saranno anche determinati vantaggi non riscontrabili in altri metodi. L’utilizzo dei Free Cash Flow, e non ad esempio dei flussi di cassa “grezzi”\(^{73}\), permette di eliminare l’esposizione a effetti di cassa transitori, contribuendo dunque alla determinazione di flussi maggiormente “corretti” dal punto di vista della stabilità degli effetti di cassa verificatisi nei riguardi dell’azienda oggetto di valutazione. Attraverso il DCF, le componenti di reddito non aventi natura monetaria, come ad esempio le voci di ammortamento e svalutazioni, vengono escluse; attribuendo maggiore oggettività al metodo rispetto al metodo reddituale.

Il limite derivante dalla difficoltà di previsione dei flussi nel breve periodo, può essere superato attraverso l’estensione del periodo di previsione esplicita. L’estensione avviene applicando al flusso dell’ultimo anno di previsione esplicita un saggio di sviluppo costante per gli anni residui sino a giungere al flusso finale sulla cui base avviene il calcolo del Terminal Value. Tale pratica, comunemente utilizzata, contribuisce a diminuire il peso effettivo del Terminal Value sulla stima del valore aziendale, determinando una convergenza dei flussi di cassa sui flussi di reddito medio-normali.

Volendo effettuare un confronto\(^{74}\) con il metodo reddituale, si può dedurre che il DCF genera valutazioni più “aggressive” e meno verificabili, in quanto tende a:

- Estendere arbitrariamente il periodo di previsione esplicita, utilizzando saggi di crescita dei flussi tanto più elevati quanto maggiori sono gli investimenti nella fase iniziale del piano di previsione;
- Sovrastimare i saggi di crescita impliciti nella stima del Terminal Value;
- Sottostimare gli investimenti necessari a sostenere la crescita dei \(FCF\).

Ne consegue la necessità di attuare alcuni interventi correttivi al metodo in questione al fine di giungere a risultati maggiormente affidabili. Gli interventi correttivi si sostanziano in:

1. Maggiorazione del costo del capitale. Il tasso di attualizzazione dei flussi deve comprendere i maggiori rischi derivanti dallo scontare i flussi di risultati attesi ottenuti per estrapolazione rispetto ai flussi attesi di piano.
2. Utilizzo di redditi in congiunzione con multipli ricavati da imprese comparabili piuttosto che flussi di cassa nella stima del Terminal Value.

\(^{73}\) Flussi di cassa purziali, i quali necessitano di opportune rettifiche al fine di evidenziare l’effettiva entrata o uscita monetaria.
3. Applicazione di un \( DCF \) a più stadi. Con una stima sintetica dei saggi di crescita dei \( cash flow \), assieme all’estensione del periodo di previsione esplicita, in modo da alleviare il peso del Terminal Value.

Secondo il \( DCF \), dunque, l’azienda ha valore se e in quanto genera flussi di cassa positivi, attualizzati a un congruo tasso di sconto, sulla base del periodo di tempo che si stima utile, a una durata finita o indefinita. Nei seguenti paragrafi si vedranno analizzati due differenti approcci al \( DCF \) che permettono al valutatore di giungere alla stima del valore economico del capitale dell’azienda oggetto di valutazione.

2.4.1.1 Approccio Asset Side nella determinazione del valore economico

Le configurazioni di tipo Asset side stimano il valore dell’equity in modo indiretto, valutando il capitale operativo aziendale al quale, in un momento successivo, viene detratta la posizione finanziaria netta. Le motivazioni tecniche che spingono un valutatore a optare per tale approccio possono sintetizzarsi nella possibilità di separare il profilo di rendimento del capitale investito rispetto al costo delle fonti di finanziamento. La valutazione Asset side risulta essere particolarmente indicata per la valutazione di aziende multibusiness, le quali presentano diverse configurazioni di rischio–rendimento, e per la valutazione di aziende non indebitate. Il problema dell’indebitamento aziendale ha la capacità di costituire una criticità ai fini della valutazione, poiché si rende necessaria una stima corretta della posizione finanziaria netta corrente. Ne segue che la forfetizzazione degli effetti fiscali e dell’evoluzione della struttura finanziaria costituiscono le principali criticità mosse nei confronti dell’approccio Asset side.

I flussi di cassa considerati, riguardano i flussi monetari operativi a disposizione di tutti i finanziatori dell’impresa, indipendentemente dal fatto che l’azienda sia finanziata attraverso capitale proprio o utilizzò la leva finanziaria. Tali flussi vengono così definiti \( Free Cash Flow from Operations \) (\( FCFO \)). Di seguito si può comprendere meglio come giungere alla configurazione di tali flussi partendo dal ricavo operativo al netto dei costi operativi (MOL):

\[
\text{Margine Operativo Lordo (EBITDA)} \\
- \text{Ammortamenti e accantonamenti} \\
= \text{Risultato Operativo (EBIT)} \\
- \text{Imposte sul reddito operativo} \\
= \text{Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)} \\
+ \text{Ammortamenti} \\
+ \text{Svalutazioni} \\
= \text{Autofinanziamento netto}
\]
Il tasso di attualizzazione esprime il rapporto fra il reddito e il capitale che viene reputato conveniente per l’investimento nell’impresa oggetto di valutazione. La scelta del tasso può essere influenzata da diversi fattori, interni ed esterni. Fra i primi vi sono elementi propriamente caratterizzanti l’azienda oggetto di valutazione, come ad esempio la sua dimensione, l’efficienza organizzativa, la solidità finanziaria, la flessibilità, il grado di innovazione, la tipologia prodotti e/o servizi offerti. I fattori esterni che condizionano la scelta del tasso fanno riferimento a condizioni che in larga parte non risultano essere facilmente influenzabili dall’azienda, fra questi vi sono la situazione e la prospettiva economica e concorrenziale del settore, l’analisi della situazione attuale e delle prospettive di andamento macro-economiche. È necessario che il tasso di attualizzazione mantenga una certa coerenza con i flussi da attualizzare. Il costo medio ponderato del capitale (WACC) rappresenterà dunque il tasso congruo da utilizzare nella prospettiva Asset side, in quanto incorpora sia il costo dell’indebitamento sia il costo del capitale proprio:

\[
WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1-t)
\]

Dove:
E = valore di mercato dell’equity
D = valore di mercato del debito
\(r_e\) = costo del capitale proprio
\(r_d\) = costo del debito
\(t\) = aliquota d’imposta

I Principi Italiani di Valutazione pongono particolare accento sull’attenzione che il valutatore debba prestare ai fini della stima del valore terminale (TV). Esso rappresenta il valore dei flussi di cassa previsti per il periodo successivo all’orizzonte temporale esplicito di proiezione. Il peso di quest’ultimo sul valore totale della valutazione, raggiunge circa il 70-80%, indi per cui si ritiene necessario che la sua stima si basi sull’individuazione di un flusso sostenibile nel lungo

---

\(^{75}\) Spese in conto capitale. Flusso di cassa che una società impiega per acquistare, mantenere o implementare le proprie immobilizzazioni operative.
periodo, prendendo oltremodo spunto da flussi di società comparabili. Applicando un saggio di crescita costante dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita, il Terminal Value, che in seguito verrà sottoposto ad attualizzazione, risulterà così determinato:

$$TV = \frac{FCFO_{t+1}}{(WACC - g)}$$

Il valore economico dell’azienda oggetto di valutazione risulterà dalla differenza fra l’Enterprise Value e la posizione finanziaria netta (PFN). In particolare quest’ultima, già visionata trattando il metodo reddituale, rappresenta un ulteriore elemento distintivo che contraddistingue l’approccio Asset side del DCF da quello Equity side. La PFN, anche definita come indebitamento finanziario netto, deriva dalla somma algebrica delle seguenti grandezze finanziarie prescindendo della loro scadenza:

+ Debiti finanziari (breve e medio-lungo termine)
- Disponibilità liquide immediate
- Disponibilità liquide differite
= Posizione Finanziaria Netta (PFN)

Chiarite le configurazioni delle determinanti, si possono elencare le formule utilizzate atte alla determinazione del valore del capitale economico aziendale attraverso l’approccio Asset side del metodo del DCF a seconda dell’orizzonte temporale e il saggio di crescita presi in considerazione nella valutazione:

a) Formula con orizzonte temporale infinito e flusso di cassa costante:

$$W = \frac{FCFO}{WACC} - PFN$$

b) Formula con orizzonte temporale infinito e flusso di cassa in crescita costante:

$$W = \frac{FCFO}{WACC - g} - PFN$$

c) Formula con orizzonte temporale infinito, modello a due stadi, tassi di crescita differenziati e Terminal Value:

$$W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^T} - PFN$$
d) Formula con crescita temporanea, in cui oltre un certo orizzonte temporale i flussi di cassa risultano costanti:

\[ W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCFO_{T+1}}{WACC(1 + WACC)^T} - PFN \]

e) Formula con orizzonte temporale limitato a causa della limitata vita dell’azienda:

\[ W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFO}{(1 + WACC)^t} - PFN \]

f) Formula con orizzonte temporale limitato con valore finale di liquidazione:

\[ W = \sum_{t=1}^{n} FCFO_t (1 + WACC)^{-t} + VL (1 + WACC)^{-t} - PFN \]

Dove:

VL = valore finale di liquidazione del capitale d’impresa da aggiungere al valore dei flussi attualizzati

2.4.1.2 Approccio Equity side nella determinazione del valore economico

Differenemente dall’approccio Asset, la configurazione Equity side stima il valore del capitale proprio in modo diretto, considerando i flussi di cassa di competenza esclusiva della compagine azionaria. Le motivazioni tecniche che propendono verso tale approccio si sostanziano nella possibilità di valutare: aziende la cui gestione finanziaria è fortemente interrelata con la gestione operativa; aziende in fase di lancio (start-up) e pacchetti di minoranza. L’Equity Value viene stimato in modo maggiormente immediato attraverso l’attualizzazione dei flussi di cassa di competenza degli azionisti, definiti *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale proprio (\( k_e \)). Gli effetti finanziari risultano essere neutralizzati nel calcolo dei FCFE, per cui una delle principali critiche mosse nei confronti dell’approccio Equity side risiede nella necessità di dover esplicitare puntualmente il profilo di evoluzione della struttura finanziaria, oltre al fatto che i flussi siano caratterizzati da maggiore volatilità in conseguenza degli effetti legati a ipotesi soggettive di crescita e rischio.

Riguardo la configurazione di tali flussi di cassa *levered*, l’iter di determinazione risulta essere identico alla configurazione dei Free Cash Flow from Operations, se non che questi ultimi si presentano a lordo degli effetti finanziari. È necessario, dunque, depurare il flussi di cassa dalle entrate e uscite monetarie relativi alla gestione finanziaria, per cui:
**Free Cash Flow Operativo (FCFO)**
- Interessi passivi e altri oneri finanziari
- Pagamento dividendi
+ Proventi finanziari
+ Nuovi debiti
- Rimborso debiti in scadenza
+ Aumenti di capitale sociale a pagamento
- Rimborso di capitale sociale

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

Non vi è dunque motivo di utilizzare il WACC come tasso di attualizzazione, in quanto, il flusso di cassa in questione, risulta privo di flussi derivanti dall’indebitamento. L’utilizzo del costo del debito rappresenta, quindi, un tasso fuorviante al quale attualizzare il flusso monetario, in quanto rappresentativo del solo Equity. Ne segue che il tasso di attualizzazione da utilizzare non può essere altro che il costo del capitale proprio.

Analogamente all’approccio Asset, le formule appartenenti alle configurazioni Equity side si differenziano sulla base dell’orizzonte temporale preso in considerazione dal valutatore e del saggio di crescita dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti:

a) Formula con orizzonte temporale infinito e flusso di cassa costante:

\[ W = \frac{FCFE}{K_e} \]

b) Formula con orizzonte temporale infinito e flusso di cassa in crescita costante:

\[ W = \frac{FCFE}{K_e - g} \]

c) Formula con orizzonte temporale infinito, modello a due stadi, tassi di crescita differenziati e Terminal Value:

\[ W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^T} \]

d) Formula con crescita temporanea, in cui oltre un certo orizzonte temporale i flussi di cassa risultano costanti:

\[ W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE}{(1 + K_e)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{K_e(1 + K_e)^T} \]
e) Formula con orizzonte temporale limitato a causa della limitata vita dell’azienda:

\[ W = \sum_{t=1}^{T} \frac{FCFE}{(1 + K_e)^t} \]

f) Formula con orizzonte temporale limitato con valore finale di liquidazione:

\[ W = \sum_{t=1}^{n} FCFE_t (1 + K_e)^{-t} + VL (1 + K_e)^{-t} \]

2.4.2 Dividend Discount Model

Secondo i Principi Italiani di Valutazione il Dividend Discount Model (DDM) “è generalmente usato per la valutazione di singoli titoli azionari di società apprezzate dal mercato proprio in funzione della loro politica dei dividendi; difficilmente tale metodo è adottato per la valutazione delle aziende o dei rami di azienda. Solo le banche, nelle loro relazioni di valutazione, adottano in determinati casi il DMM.”

L’obiettivo che si prefigge il DDM risiede nel valutare l’azienda mediante la stima del valore attuale dei dividendi da essa generabili. Il fine della valutazione è la determinazione dell’Equity attraverso il valore di azione, attualizzando il valore dei dividendi che si attende di ricevere mediante l’acquisto del titolo. È facilmente comprensibile come il metodo in questione risulta essere poco affidabile circa la corretta stima del valore del capitale economico aziendale, poiché i dividendi stimati nel periodo di previsione analitica sono caratterizzati da estrema volatilità, costituendo un previsore distorto della capacità dell’impresa di distribuire utili in futuro.

È possibile distinguere due principali metodi finanziari del DDM: il DDM puro e nella variante dell’Excess Capital.

Il modello cosiddetto puro, presuppone l’attualizzazione dei flussi distribuibili sulla base della politica sui dividendi adottata dall’azienda, prescindendo da qualsiasi limite regolamentare in merito ai requisiti di patrimonio netto. Dal momento che l’applicazione necessita di un’analisi su redditi e dividendi generati e generabili in futuro, occorre analizzare:

- Redditi storici;
- Flussi di cassa storici;
- Dividendi storici;
- Piani economico-finanziari del management;
- Politica dei dividendi attesa.

In relazione alla metodologia di stima dei dividendi generabili in futuro, il modello _puro_ consta di tre varianti:

1) Flussi di dividendi illimitati e costanti a tasso di crescita nullo. Indicando con $D_t$ i dividendi attesi nell’anno seguente e con $k_e$ il costo opportunità del capitale proprio, il valore economico aziendale $W$ risulterà dal rapporto fra i due fattori:

$$W = \frac{D_1}{k_e}$$

2) Modello di _Gordon_ caratterizzato da flussi di dividendi illimitati a tasso di crescita costante. Indicato per imprese già in fase di crescita stabile, in quanto per imprese con crescita elevata è possibile che il tasso $g$ risulti superiore al costo del capitale proprio, inoltre sarà improbabile che tale tasso risulti sostenibile nel lungo periodo. Indicando con $D_0$ l’ultimo dividendo noto, capitalizzandolo per il tasso di crescita $g$:

$$W = \frac{D_0(1+g)}{K_e-g}$$

3) Stima analitica di flussi di dividendi limitati per un periodo determinato $n$ e valore di uscita dall’investimento $P_n$:

$$W = \sum_{t=1}^{n} D_t \left(1 + K_e\right)^{-t} + P_n \left(1 + K_e\right)^{-n}$$

Il modello in contrapposizione a quello definito _puro_, è il _DDM_ nella _variante dell’Excess Capital_; utilizzato per lo più per la valutazione economica di banche e di compagnie assicurative soggette a requisiti patrimoniali di vigilanza. La contrapposizione risiede nel fatto che, come definito in precedenza, il metodo _puro_ prescinde da qualsiasi tipo di regolamentazione patrimoniale nella definizione del valore attuale dei flussi di dividendi.

L’applicazione del metodo si articola in diverse fasi:

- Determinazione del periodo di stima analitica;
- Definizione del requisito di capitale minimo, del livello di patrimonializzazione medio di banche comparabili e delle necessità gestionali derivanti dall’operatività dell’azienda oggetto di valutazione;
- Quantificazione dei dividendi distribuibili;
- Quantificazione del tasso di crescita perpetuo;

---

77 Myron Jules Gordon (1920 – 2010) economista e professore americano della University of Toronto. Ha approfondito gli studi sul Dividend Discount Model sviluppando il cosiddetto _Gordon’s Growth Model_.

• Quantificazione del costo del capitale proprio, in relazione al tasso privo di rischio, al premio per il rischio azionario e al beta di mercato;
• Determinazione del valore attuale dei dividendi stimati analiticamente;
• Calcolo del Terminal Value, definendo il valore di un dividendo stabile e sostenibile nel tempo ($Div_{LT}$).

Il valore del capitale economico di una banca tipo, dunque, è determinato nel seguente modo:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{Div_{LT}}{(1 + K_e)^n}$$

2.5 Il metodo misto patrimoniale – reddituale

Il metodo misto patrimoniale – reddituale rappresenta una sintesi tra i due metodi, il cui obiettivo è quello di esprimere il valore dell’azienda in funzione del patrimonio e del reddito, colmando così le lacune dell’uno e dell’altro metodo. Il metodo reddituale trascura il valore degli asset tangibili e intangibili, oltre che la consistenza patrimoniale dell’impresa. D’altra parte, il metodo patrimoniale trascura la redditività prospettica dell’azienda e, di conseguenza, la razionalità dei modelli basati sui flussi. Il metodo misto rappresenta così un perfetto connubio che garantisce maggiore completezza e correttezza nella valutazione dell’azienda oggetto di stima.

Tra i metodi misti, il più diffuso, definito come versione base, prevede la stima autonoma dell’avviamento\(^{79}\) (goodwill). Il valore economico viene definito attraverso la somma del capitale netto rettificato a valori correnti\(^{80}\) e l’avviamento. Il goodwill è determinato attualizzando per un determinato numero di anni i sovraredditi\(^{81}\) (o sottoredditi) attesi rispetto al risultato prospettico ritenuto equo in rapporto al patrimonio netto rettificato. L’avviamento può essere così considerato come l’attualizzazione del differenziale tra il risultato della stima reddituale e quello della stima patrimoniale. Il reddito medio normale atteso viene determinato partendo dai risultati passati dell’azienda oggetto di valutazione e dai risultati previsti sulla base delle assunzioni del management. Per cui occorrerà sia normalizzare i redditi sulla base di documenti consuntivi degli ultimi 3/5 anni, sia stimare i flussi reddituali futuri attraverso piani e budget aziendali. Al fine di normalizzare i risultati, è necessario che vengano eliminate

\(^{79}\) Rappresenta la maggiore capacità di produrre utile di un’azienda già in funzionamento rispetto a una di nuova costituzione.

\(^{80}\) Somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche, intese come incrementi e diminuzioni di patrimonio, tra valori correnti di elementi e corrispondenti valori iscritti in bilancio al netto di potenziali effetti fiscali.

\(^{81}\) Valore residuo tra il reddito prospettico e il reddito equo
componenti aventi natura non ricorrente. Di seguito sono presentate alcune procedure di normalizzazione:

- Rettifica o eliminazione di elementi reddituali (costi o ricavi) non espressivi del core business;
- Rettifica o eliminazione di proventi e costi estranei alla gestione caratteristica;
- Rettifica o eliminazione di oneri e proventi straordinari;
- Neutralizzazione di politiche di bilancio;
- Eliminazione di effetti distorsivi legati all’inflazione;
- Rideterminare le imposte sulla base delle rettifiche in aumento di costi e/o ricavi.

La versione base del metodo misto si presenta con tre formule alternative:

a) Con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio:
\[ W = K + a_n [i' (R - i'' K)] \]

Dove:
- \( K \) = capitale netto rettificato, derivante dalla stima patrimoniale e coerente con \( R \);
- \( R \) = reddito medio-normale prospettico atteso coerente con \( K \);
- \( n \) = numero definito e limitato di anni;
- \( i'' \) = costo opportunità del capitale proprio;
- \( i' \) = tasso di attualizzazione del reddito differenziale corrispondente al tasso privo di rischio (\( r_f \)) nel caso di redditi differenziali negativi; al tasso privo di rischio più il premio per il rischio di mercato (\( r_f + ERP \)) in caso di redditi differenziali positivi.

b) Con attualizzazione dei redditi differenziali analitici per \( n \) anni:
\[ W = K + (R_1 - i'' K)v + (R_2 - i'' K)v^2 + \ldots \]

c) Con capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio:
\[ W = K + \frac{R - i'' K}{i'} \]

Il valore del goodwill risulterà calcolato come una rendita perpetua del reddito differenziale, ipotizzando che il sovrareddito venga prodotto illimitatamente nel tempo.
In taluni casi si possono riscontrare difficoltà nella stima del reddito medio normale atteso, difficoltà dovute alla presenza di componenti intangibili. La versione con separazione di intangibles specifici rappresenta una sorta di evoluzione della versione base, in quanto circoscrive le variazioni degli asset intangibili separatamente da quelle di reddito. Le difficoltà di cui si accennava pocanzi riguardano principalmente due fattori: la difficile previsione degli investimenti futuri nei singoli intangibili specifici e del deperimento economico di questi ultimi. Ne consegue che la loro variazione di valore risulta assai incerta. La versione in questione, sostituisce la variazione dei diversi intangibili con un costo di privazione degli intangibili specifici misurabile sulla base di parametri di mercato. La formula di determinazione del valore del capitale economico aziendale si presenta dunque nel seguente modo:

\[ W = K + BI + \frac{\bar{R} - t''K}{t} \]

Dove:
BI = componente intangibile;
\(\bar{R}\) = differenza fra reddito medio normale atteso e costo di privazione dell’intangibile.

L’approccio nella versione asset side del metodo misto patrimoniale-reddituale è solitamente impiegato per quanto riguarda la valutazione di imprese industriali e di servizi. L’approccio si basa sull’identificazione del goodwill con l’Economic Value Added (EVA). L’EVA rappresenta un indice il cui ruolo è quello di supportare la determinazione del valore creato da un’azienda, come differenza fra il saggio di redditività aziendale e il costo delle risorse impiegate per il suo conseguimento. L’indice periodico EVA viene ottenuto in seguito alla normalizzazione del reddito contabile (NOPAT) e alla successiva detrazione della somma dei capitali propri e dei capitali di terzi. La formula risulterà:

\[ EVA = (r - WACC)C \]

Dove:
r = rapporto fra NOPAT e C, indicatore del rendimento del capitale investito;
C = capitale investito (mezzi propri + debiti finanziari + accantonamenti);
WACC = costo medio ponderato del capitale.
Condizione necessaria affinché l’azienda crei valore, è quella secondo cui il rendimento del capitale investito risulti maggiore del suo costo (WACC). In tal caso l’indice EVA risulterà positivo.

D’altra parte, l’azienda distrugge valore nel caso in cui il costo medio ponderato del capitale risulti maggiore del suo rendimento; di conseguenza l’EVA risulterà minore di zero.

Le considerazioni precedenti in merito all’*Economic Value Added* hanno evidenziato come questo fosse un indicatore *periodico*, indi per cui l’Enterprise Value risulterà da un’attualizzazione dei flussi EVA futuri, sommati al capitale investito.

\[ EV = C + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1-WACC)^t} \]

Come tutti i metodi di valutazione analizzati, anche l’approccio *EVA* presenta dei pro e dei contro. Se da un lato risulta affidabile qualora la formazione dei valori negli esercizi futuri sia regolare, lo stesso non si può dire nel caso in cui i flussi *EVA* prospettici non presentino un trend regolare di formazione.

Un ulteriore aspetto favorevole all’approccio si può riscontrare nella possibilità di effettuare un’analisi aziendale in un’ottica di unicità e completezza, in quanto vengono analizzati diversi elementi di carattere patrimoniale, reddituale e finanziario. La maggiore criticità sollevata riguarda la difficoltà di interpretare e scomporre facilmente i risultati ottenuti, poiché ricollegabili a varianti particolarmente eterogenee fra loro.

### 2.6 I metodi dei multipli di mercato

Fino a questo momento sono stati trattati metodi di valutazione aziendale cosiddetti indiretti. Differentemente, i metodi dei multipli di mercato rientrano nella cerchia dei cosiddetti metodi definiti *diretti*. Al fine di individuare il valore aziendale, occorre fare riferimento agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell’azienda oggetto di valutazione o di aziende similari.

“Le valutazioni comparative comportano l’applicazione, a grandezze aziendali rilevanti, di moltiplicatori (o multipli) ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quoteate
confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili.**

Al giorno d’oggi, numerosi autori e professori di economia sostengono come i metodi diretti non possano essere assunti a valido fondamento per la stima del capitale economico di un’azienda. In particolare, *G. Zanda, M. Lucchini e T. Onesti*, nel loro libro intitolato “La Valutazione delle Aziende”**, sottolineano il fatto che questi siano fallaci sotto un duplice punto di vista. Dal punto di vista della razionalità, in quanto la correlazione esistente nella realtà tra valore di mercato e andamento dell’impresa non risulta essere sensibile. I detentori del flottante** risultano essere principalmente risparmiatori o speculatori, privi di potere decisionale all’interno dell’azienda. Dal punto di vista della neutralità, il valore dei titoli negoziati in borsa sconta gli effetti delle condizioni soggettive di negoziazione come, ad esempio, la forza contrattuale dei contraenti o le asimmetrie informative fra essi.

Nonostante pareri discordanti nella dottrina, l’uso dei multipli ha registrato nel corso degli ultimi anni una grande diffusione. Tale incremento è dovuto a diversi fattori** che hanno contribuito a una maggiore fruizione degli stessi:

- Grande sviluppo di operazioni di M&A;
- Sviluppo di attività Private Equity;
- Lievitazione di prezzi di borsa;
- Maggiore consapevolezza dell’importanza di beni intangibili;
- Crescente difficoltà di previsione di flussi futuri tramite metodi indiretti;
- Maggiore vantaggio informativo;
- Diffusione di sistemi di misurazione di performance aziendali a valore;
- Crescente attribuzione ai mercati finanziari di una funzionalità primaria.

Il grande vantaggio riconosciuto ai metodi diretti può essere facilmente riconducibile alla possibilità di minimizzare le distorsioni dovute a elementi da normalizzare. Il contenuto informativo risulta solido in quanto la circostanza secondo cui si sviluppi una relazione lineare fra valore di azienda e il parametro di performance, rende il metodo dei multipli un metodo valido per la valutazione aziendale.

---

**82 Principi Italiani di Valutazione III.1.38.
84 Quantità di azioni di una società che non costituiscono le partecipazioni di controllo e sono dunque in circolazione e disponibili per la negoziazione sul mercato azionario.
Affinché i multipli possano essere riconosciuti come stimatori affidabili, è necessario che posseggano quattro principali caratteristiche:

- Normalità: devono riportare grandezze che non superino il range di quelle considerate ragionevoli;
- Ordinabilità: a parità di risultati contabili storici, maggiori sono le future opportunità di creazione di valore dell’azienda, maggiori dovranno essere gli indici ricavati attraverso i multipli;
- Proprietà di mean reverting: il multiplo tende a una stabilizzazione al crescere delle relazioni causali fra denominatore e prezzo;
- Convergenza verso la relazione fondamentale: la normalizzazione del multiplo viene ottenuta attraverso l’aggiustamento del prezzo.

Il metodo dei multipli si basa, dunque, sull’osservazione di rapporti fra prezzi di mercato e specifiche grandezze aziendali di bilancio. A seconda delle grandezze prese a riferimento, possono distinguersi multipli Asset side e multipli Equity side.

I multipli asset side si contraddistinguono per la presenza del valore di mercato dell’attivo netto dell’azienda oggetto di valutazione, ovvero dell’Enterprise Value, al numeratore. Al denominatore, invece, sono presenti configurazioni di flussi di risultato operativo prima degli oneri finanziari. Di seguito sono elencate le configurazioni di multipli Asset side maggiormente diffuse:

- \( EV/EBIT \);
- \( EV/EBITDA \);
- \( EV/NOPAT \);
- \( EV/FCFO \);
- \( EV/Sales \);
- \( EV/Net\ Invested\ Capital \).

I multipli equity side sono, invece, caratterizzati dalla presenza del valore di mercato del patrimonio netto dell’azienda oggetto di valutazione, ossia l’Equity Value, al numeratore; riconducibile alla capitalizzazione di borsa o al prezzo di borsa delle azioni. Le configurazioni
di flussi di risultato per gli azionisti, dunque al netto degli oneri finanziari, caratterizzano il denominatore di tali multipli. Segue un esempio dei multipli equity side maggiormente diffusi:

- \( P/\text{Earnings} \);
- \( P/\text{Cash Earnings}^{86} \);
- \( P/\text{FCFE} \);
- \( P/\text{Sales} \);
- \( P/\text{Book Value} \);
- \( P/\text{Net Asset Value} \);
- \( P/\text{Dividends} \).

La scelta dell’utilizzo dei multipli equity side è da ritenersi consigliata in caso di valutazione di aziende appartenenti a settori a redditività consolidata, ciò rende contenuto il divario fra redditività corrente di bilancio e risultati economici effettivi. Tuttavia, è da considerare anche un loro utilizzo in settori in crescita, tramite l’applicazione di multipli forward, attraverso il forecasting di grandezze come le vendite o gli utili netti, o l’applicazione di multipli di secondo livello, calcolati rapportando i multipli di primo livello sopraelencati a una quantità esplicative di un nesso causale.

Come avviene però la valutazione aziendale attraverso i multipli?

Per poter illustrare l’iter applicativo dei metodi dei multipli è necessario tenere in considerazione che a seconda dell’oggetto a cui si fa riferimento, è possibile distinguere due approcci:
1. L’approccio delle società comparabili;
2. L’approccio delle transazioni comparabili.

2.6.1 Approccio delle società comparabili

Tale approccio fa riferimento a un campione di società quotate comparabili e quindi ai prezzi noti dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare l’azienda.

Il primo passo affinché si possa applicare tale approccio, consiste nel determinare un campione di società comparabili che tenga in considerazione i seguenti fattori essenziali:

---

86 Reddito netto al quale vengono nuovamente sommati gli ammortamenti e le svalutazioni.
- Appartenenza allo stesso settore;
- Dimensione;
- Trasparenza;
- Stadio di vita dell’azienda;
- Rischi finanziari;
- Modelli di governance;
- Modelli di business;
- Omogeneità effettiva dei risultati assunti a base dei multipli.

Dal momento che risulta impossibile stabilire una relazione di specularità fra aziende, la comparabilità deve essere determinata con una certa approssimazione.

Una volta determinato il campione di società comparabili, occorre scegliere il tipo di multiplo che si intende utilizzare nella valutazione. La suddivisione e descrizione dei multipli asset ed equity side, assieme agli ambiti di preferibile applicazione, sono state trattate in precedenza, in tale circostanza verranno approfonditi quelli che sono i multipli di generale diffusione dal punto di vista applicativo.

- **P/E**: il più utilizzato tra i multipli equity side. Il vantaggio principale di tale multiplo, risiede nella sua semplicità di calcolo. Da sottolineare, inoltre, la sua immediatezza nell’indicare altre misure al suo interno quali la crescita e il rischio, oltre alla facilità di reperimento del prezzo di borsa delle azioni dal mercato azionario.

- **P/BV**: anch’esso, tra i multipli equity side risulta essere particolarmente diffuso nell’utilizzo. Tuttavia, alcune possibili difficoltà, fanno sì che il valutatore gli preferisca il multiplo P/E. Tra queste vi sono la mancata considerazione delle performance economiche (nel multiplo P/E espresse dalle Earnings) e le politiche di bilancio attuate dell’azienda, in particolare per quanto riguarda ammortamenti e accantonamenti, in grado di distorcere il valore del patrimonio netto contabile.

- **EV/EBITDA e EV/EBITDA**: rappresentano i multipli asset side di maggiore utilizzo. La fruizione di utili lordi, ha l’obiettivo di neutralizzare le politiche di bilancio, fiscali e finanziarie.

- **P/Sales e EV/Sales**: consigliati per la semplicità di utilizzo. Tuttavia, anch’essi, non incorporano informazioni sulle performance economiche, tanto meno di efficienza produttiva e di politiche di bilancio, finanziarie e fiscali.
Una volta deciso il multiplo da applicare, occorre che i valutatori estrapolino le informazioni aziendali da banche dati affidabili. La completezza e l’attendibilità di quest’ultime contribuisce alla significatività della valutazione.

Il quarto ed ultimo step, atto a fornire completezza alla valutazione, consta nelle elaborazioni e scelte finali.

Al fine di replicare il market behaviour\textsuperscript{87}, le informazioni espressive dei multipli e delle performance aziendali necessitano di interventi correttivi, in particolare, nei confronti di componenti economiche non ricorrenti.

Ad esempio, il denominatore del multiplo P/E deve essere pari all’utile netto rettificato, neutralizzato da componenti straordinarie e non ricorrenti. I principali interventi correttivi sul reddito riguardano:

- L’adattamento ai principi contabili di generale accettazione;
- L’eliminazione di poste straordinarie o non ricorrenti;
- L’eliminazione di cause di disomogeneità nei criteri contabili applicati al campione di società comparabili.

2.6.2 Approccio delle transazioni comparabili

In seguito alla crescente diffusione di operazioni di M&A da un ventennio a questa parte, l’approccio dei cosiddetti deal multiples, ha riscontrato un notevole successo. Ciò è avvenuto anche grazie ai numerosi vantaggi che offre:

- Facile da comprendere;
- Incorpora nella stima premi e sconti di maggioranza e minoranza, per cui non richiede interventi correttivi;
- Esclude ipotesi o convinzioni di base (l’approccio delle società comparabili presuppone l’efficienza dei mercati borsistici).

\textsuperscript{87} Comportamento del mercato.
Tradizionalmente possono distinguersi due diversi modus operandi dell’approccio, dove uno rappresenta sostanzialmente un aggiustamento dell’altro, nonché un’evoluzione, in grado di soddisfare maggiormente il criterio della completezza e coerenza di analisi valutativa.

La prima versione consente di valutare l’azienda oggetto di valutazione, tramite una mera comparazione dei prezzi pagati tra diverse aziende. Ovviamente tale versione incorpora numerosi effetti distorcenti, in quanto, non viene presa in considerazione una comparabilità delle variabili fondamentali delle aziende facenti parte del campione con l’azienda oggetto di valutazione.

Si è giunti così a una seconda versione, in grado di superare tale limite attraverso la dotazione di una strumentazione concettuale articolata nelle seguenti fasi:

1. Raccolta delle informazioni sulle transazioni avvenute negli ultimi 4-5 anni all’interno del settore dell’azienda oggetto di valutazione;
2. Analisi di comparabilità e omogeneità delle aziende;
3. Scelta dei multipli da applicare;
4. Sviluppo di relazioni matematiche al fine di rendere i deals compatibili con l’azienda oggetto di valutazione;
5. Elaborazioni finali in modo da esprimere il valore dell’azienda oggetto di valutazione.

Precedentemente sono stati citati i vantaggi che il seguente approccio incorpora, ma è necessario tenere presente alcuni svantaggi ricollegabili a quest’ultimo come, ad esempio, la frequente carenza di un numero sufficiente di aziende comparabili e la difficoltà di ottenere dalle parti della transazione informazioni veritiere e complete.

A tal proposito è necessario prestare alcune cautele:

- Occorre tenere conto delle condizioni soggettive delle parti in causa durante una transazione: molti deal prices non possono rappresentare prezzi fattibili per ulteriori operazioni fra società comparabili;
- Le percezioni divergenti delle parti riguardo il grado di rischio del business trasferito, fanno sì che taluni deal chiamino in causa forward prices subordinati al raggiungimento di determinati obiettivi concordati in sede di negoziazione;

88 Locuzione latina: modo di operare, di fare, di procedere.
• Differenze di deal multiples possono derivare dalla specificità degli asset trasferiti: quanto più l’attività trasferita risulta core, tanto più il multiplo divergerà da un multiplo riguardante il trasferimento di asset non ritenuti core;

• Dal momento che l’acquisizione di un’azienda viene regolata tramite transazione avente per oggetto azioni, parte del rischio viene altresì trasferito sul venditore; il quale, è esposto a un rischio di sottovalutazione o di rialzo delle stesse. Il compratore riconoscerà dunque al venditore un prezzo generalmente più elevato per l’acquisizione dei medesimi asset.

Come si può intuire dalle cautele che le parti della transazione e il valutatore devono prestare, si evince il fatto che i deal prices incorporino dei prezzi che talvolta risultano maggiorati e talune volte atti a sottostimare il reale valore aziendale. Gran parte di tale incremento può essere ricollegato a un premio di acquisizione di natura strategica o finanziaria; il beneficiario, in tale frangente, risulta essere il venditore, per aver concluso una transazione avente come oggetto pacchetti di maggioranza. Contrariamente, in caso di transazioni che riguardano pacchetti di minoranza non quotati, il deal price incorporerà uno sconto per mancanza di pronta liquidità. Nel seguente capitolo, si cercherà di andare alla ricerca delle radici e delle variabili indipendenti da cui dipende tale sconto. Un confronto fra le basi teoriche dei più grandi studiosi dell’economia finanziaria e le ricerche empiriche messe in luce nel recente passato, contribuiranno a garantire maggiore solidità e completezza alla ricerca sperimentale personale finalizzata alla determinazione degli sconti di liquidità tramite un confronto infra-settoriale a livello internazionale attraverso l’applicazione del metodo dei multipli secondo l’approccio delle transazioni comparabili.
Capitolo III. Analisi degli sconti di liquidità tramite il metodo dei multipli di transazioni comparabili

3.1 Introduzione

All’interno dei mercati finanziari, la liquidità degli asset ricopre un ruolo chiave e determinante al fine di poter giungere a una corretta valutazione del valore aziendale. La *liquidity* fa principalmente riferimento alla facilità con cui un’attività può essere convertita in denaro.
È ormai noto che gli investitori pongono una rilevante attenzione al livello di liquidità degli asset aziendali, in quanto, sarebbero disposti a corrispondere un importo totale maggiore in funzione di un maggior livello di liquidità degli asset. Contrariamente, per bassi livelli di liquidità, sarebbero disposti a corrispondere meno denaro per un determinato asset in funzione di un suo minor valore calcolato sulla base della sua facilità di possibile rivendita.

In questo terzo e ultimo capitolo, verranno illustrate nel dettaglio le motivazioni che spingono un investitore a pagare di più o di meno un asset in funzione della sua liquidità, prendendo come spunto studi empirici condotti dai grandi economisti del passato. Una volta che tali dinamiche all’interno dei mercati finanziari vengono affermate con certezza, la domanda che conseguentemente sorge riguarda “quanto” più o quanto meno tale investitore sarà disposto a corrispondere per tali asset. Si procederà dunque con l’illustrazione di diversi metodi per misurare lo sconto di liquidità di un’attività, creando parallelismi tra la valutazione di aziende *Public*\(^{89}\) e aziende *Private*\(^{90}\).

Il *core* del capitolo verterà su alcune considerazioni proposte dal noto professore e ricercatore *Aswath Damodaran*, il quale sostiene che lo sconto di liquidità, nella valutazione di aziende *Private*, oscilli tra il 20% e il 30% rispetto alla valutazione di un’azienda *Public* comparabile. Un’accurata analisi in settori delle operazioni *M&A* avvenute negli ultimi cinque anni, aventi come target sia aziende quotate che non, ci aiuterà a dare maggiore credito alle sue considerazioni?

\(^{89}\) Società quotate sul mercato.
\(^{90}\) Società non quotate sul mercato.
3.2 Liquidity e Marketability

I termini Liquidity e Marketability sono ampiamente utilizzati nel gergo finanziario ma spesso si corre il rischio di confonderli alterando il loro significato.

Il rischio di liquidità è un aspetto che concerne prettamente il cosiddetto secondary market. La liquidità implica entrambi i fattori di velocità di transazione e di visibilità del suo prezzo di vendita. A volte, il termine viene applicato alle attività che sono semplicemente convertibili in denaro, ad esempio, i libretti di risparmio, i certificati di deposito, o ancora, i cosiddetti money market accounts, in contrapposizione con le attività vendute tipicamente nel mercato secondario.

La marketability, d’altro canto, è legata esclusivamente alla velocità di transazione. Più specificamente, riguarda la tempestività di conversione di un’attività in denaro, e non dunque la certezza del suo prezzo di vendita o della sua conversione.

È necessario prendere in considerazione la circostanza secondo cui una particolare attività abbia di base almeno due prezzi: uno riguardante il prezzo di acquisto e l’altro il prezzo di vendita. Al fine di poter elaborare dei collegamenti costruttivi fra particolari attività e relativi prezzi, si presume la presenza di un mercato organizzato. La presenza di un mercato ben organizzato non è comunque indice di assenza di costi relativi alle operazioni di scambio; compratori e venditori sono, infatti, normalmente separati in termini di tempo e spazio, inoltre possono ignorare l’esistenza del reciproco.

Attraverso l’espressione buying price, si può sintetizzare l’ammontare di denaro per il quale un possibile investitore possa acquistare uno specifico asset. Diversamente, con il termine value in sale, si fa riferimento alla somma di denaro che lo stesso si aspetta di ottenere nel caso decidesse di privarsene, escludendo i costi di transazione.

91 https://www.financierworldwide.com/valuation-and-liquidity-discounts#.XfPCVS2h06j
92 Mercato finanziario secondario. Il luogo dove sono trattati i titoli già in circolazione.
93 Supporto cartaceo fornito dalle banche a seguito dell’apertura di un deposito di risparmio. Si differenzia dal conto corrente per un’operatività maggiormente limitata.
94 Titoli vincolati che vengono emessi da una banca a fronte di un deposito minimo di 5.000,00€. Il risparmiatore avrà diritto alla restituzione del capitale a scadenza, maggiorato degli interessi capitalizzati.
95 Strumento finanziario americano simile al conto di deposito, la cui flessibilità lo rende particolarmente attraente per l’investitore. Tra i vantaggi: numero infinito di prelievi e versamenti presso gli sportelli bancari e no obblighi di riserva presso la banca centrale.
96 Intesa come commerciabilità.
98 Prezzo di acquisto.
99 Valore di vendita.
L’efficienza di un asset, intesa in termini di possesso di una forza di acquisto rapida e disponibile, dipende dunque dall’interazione tra il suo buying price e il suo value in sale; il loro rapporto può essere definito come il coefficiente di marketability dell’asset in questione.

Il valore di tale coefficiente non rappresenta però una misura del tutto rappresentativa della commerciabilità di un asset, in quanto tale indice è funzione di due ulteriori dimensioni. Nel caso in cui il possidente dell’asset non abbia intenzione di venderlo immediatamente, può pazientare in attesa di spuntare un prezzo migliore, ma sia il guadagno derivante dall’ottenimento di un prezzo più alto, sia la perdita conseguente al ritardo occorso nell’ottenimento dell’incasso, variano in relazione alle singole circostanze e non possono quindi essere facilmente sintetizzate in un singolo coefficiente. Gli elementi indipendenti che entrano in gioco, nella determinazione del valore di tale coefficiente, fanno riferimento principalmente a tre considerazioni. La prima considerazione riguarda la frequenza con cui l’asset viene normalmente scambiato. Quest’ultima dipende da quanto il bene sia di “uso comune”: più specifico sarà lo scopo per il quale l’asset è desiderato e meno saranno i possibili compratori in un determinato momento. Successivamente, il venditore del bene va in contro a costi di stoccaggio e trasporto; tali costi possono incrementare o diminuire a seconda del rischio di fluttuazione di prezzo del bene che il dealer deve sopportare. Infine, come ultima considerazione, è da tenere presente la riconoscibilità di un asset. Il valore preciso di un complesso di macchinari o di azioni di una piccola impresa potrebbe risultare particolarmente difficile da determinare; il compratore è così costretto a sostenere delle spese di ricerca\(^\text{100}\), il cui costo andrà sommato al buying price. Tale costo può non essere sostenuto nel caso di un venditore ritenuto affidabile; nonostante questo, il dealer stesso potrà “caricare” tale valore della reputazione, generalmente riconosciuto dal mercato, sul prezzo di vendita.

Il denaro in sé risulta dunque essere l’unico asset con un coefficiente di marketability non inferiore a uno. Le attività finanziarie in generale, se comprate e vendute in un mercato azionario organizzato, risultano anch’esse avere un alto indice di commerciabilità, che è funzione della dimensione dei margini trattenuti dai broker e delle imposte sulle operazioni. Tale coefficiente risulta essere inferiore per quanto concerne i prestiti privati. La motivazione da ricondurre a tale circostanza, risiede nella mancanza di un mercato organizzato all’interno del quale avvengano tali operazioni finanziarie; ciò che ne deriva è la difficoltà di valutare con ragionevole certezza il merito creditizio di un possibile mutuatario. Un coefficiente inferiore agli asset già descritti, è da attribuire alle attività fisiche. Il quale coefficiente risulta variare di caso in caso; quest’ultimo, infatti, può dipendere dalla specificità dell’asset in questione, dei suoi costi di

\(^{100}\) Intese come investigazione al fine di reperire le informazioni necessarie riguardo al reale prezzo degli asset.
stoccaggio, della sua riconoscibilità, e altri fattori da attribuire direttamente alla fattispecie dell’asset considerato.

Ricapitolando, essendo dunque il coefficiente di marketability di un asset, un indice rappresentativo del grado di tempestività con il quale l’attività può essere convertita in denaro, un investitore razionale sarà spinto dall’interesse che tale coefficiente risulti ragionevolmente alto per l’attività cui è intenzionato a scambiare. L’investitore in questione, cosciente del fatto che l’attività con il coefficiente più alto è rappresentata dall’attivo circolante, e più propriamente dal denaro stesso, svilupperà una tensione verso investimenti che gli garantirebbero maggior possesso di una forza di acquisto rapida e disponibile, che altri non si può tradurre con una “ratio investmenti”\(^{101}\) mossa dalla preferenza per la liquidità.

3.3 La domanda di moneta: rapida digressione sul modello keynesiano

Nel capitolo precedente è stato illustrato come il coefficiente di commerciabilità di un asset eserciti un’influenza notevole sulla liquidità di un’attività, la quale si presume venga così preferita in termini di investimento rispetto a un’attività maggiormente illiquida.

Risulta spontaneo chiedersi, a questo punto, perché molti investitori optino per un tipo di investimento cosiddetto buy & hold\(^{102}\), dal momento che queste attività sono caratterizzate da un basso grado di tempestività di conversione in denaro. È celebre, tra le altre cose, la frase di Warren Buffet\(^{103}\): “Our favorite holding period is forever”, con la quale dimostra la sua approvazione verso tale strategia.

Un investimento a lungo termine, la cui maturity\(^{104}\) può risultare anche a distanza di trent’anni, invaliderebbe i discorsi trattati in precedenza sul desiderio di un investitore di possedere asset che si traducano in forza di acquisto rapida e disponibile.

Lo storico economista britannico John Maynard Keynes\(^{105}\), condusse uno studio sulla preferenza di liquidità da parte degli investitori che può aiutare a comprendere meglio le motivazioni che spingono gli investitori a prediligere un investimento liquido.

---

\(^{101}\) Locuzione latina usata in tale circostanza per indicare quale sia il giudizio mosso dal risparmiatore nell’identificare i possibili investimenti da effettuare.

\(^{102}\) In italiano, strategia “compra e tieni” in riferimento a investimenti in un particolare asset.

\(^{103}\) Celebre imprenditore ed economista statunitense, soprannominato l’ oracolo di Omaha per via delle sue origini e del successo dei propri investimenti finanziari.

\(^{104}\) Naturale scadenza degli strumenti finanziari.

\(^{105}\) (Cambridge, 5 giugno 1883 – Tilton, 21 aprile 1946), considerato il più influente tra gli economisti del XX secolo e comunemente definito il padre della macroeconomia.
Nel suo libro *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Keynes descrive la teoria della preferenza per la liquidità attraverso tre passi che caratterizzano la domanda di denaro.

La teoria si basa sul principio secondo cui gli investitori richiedono premi progressivamente più alti, in termini di interessi, su titoli a media e lunga scadenza rispetto a titoli a breve, principalmente per tre motivi.

Il primo motivo è legato alla domanda transattiva dell’individuo. La spiegazione risiede nel fatto secondo cui l’individuo sia mosso da una preferenza per la liquidità al fine di garantirsi “denaro in mano” sufficiente per far fronte ai propri bisogni quotidiani. In altre parole, per far fronte alle loro obbligazioni a breve – come ad esempio gli acquisti quotidiani, il pagamento degli affitti o del mutuo – gli stakeholders contribuiscono all’aumento della domanda di moneta, aumento che viene progressivamente determinato in base agli stili e al costo della vita degli stessi.

La seconda motivazione è da ricondurre alla cosiddetta domanda precauzionale. L’individuo è spinto dalla richiesta di liquidità addizionale per far fronte agli eventi imprevisti della vita, che possono tramutarsi in un innalzamento inaspettato dei costi da sostenere. Un esempio calzante può essere suggerito da un improvviso guasto del proprio mezzo di trasporto o dalla rottura di una finestra in casa che determinerebbero così un *capital outlay*.

La domanda speculativa rappresenta il terzo motore di spinta degli investitori verso la preferenza per la liquidità. Il *core* del pensiero di Keynes, nello sviluppo della teoria della liquidità, risiede proprio nel contributo decisivo fornito dall’economista stesso nella trattazione di tale argomento e di come quest’ultimo determini in modo consistente la *liquidity preference* di un investitore tipo. Keynes fa riferimento al desiderio di un investitore di mantenere un asset al fine di ottenere vantaggi dai movimenti di mercato facendo leva sulla sua incertezza e sulle proprie aspettative future nei cambi dei tassi d’interesse. La moneta in possesso viene così utilizzata per ottenere guadagni speculativi attraverso lo scambio di titoli, i quali prezzi e tassi fluttuano in senso opposto. Nel caso in cui il *forecasting* dei prezzi di un ipotetico bond sia previsto in rialzo, e dunque si prevede in tal modo un ribasso dei tassi di interesse, l’investitore sarà tentato di comprare il titolo e mantenerlo per poi rivenderlo nel momento in cui si verificherà il suo rialzo di prezzo. In tale circostanza, il titolo risulterà particolarmente attrattivo, a discapito della domanda di liquidità. Contrariamente, nel caso in cui i prezzi di un bond siano previsti in ribasso, e inversamente, un rialzo dei tassi di interesse, l’investitore preferirà...

---

107 Denaro pronto.
108 Termine finanziario internazionale per identificare un esborso di capitale.
disinvestire dal titolo, vendendolo, al fine di evitare di incorrere in perdite di capitale. Il caso risulterà diametralmente opposto a quanto descritto in precedenza; infatti l’investitore troverà maggiormente attrattiva la liquidità rispetto al titolo. A farla da padrone, in tale circostanza, risulterà la riluttanza di un investitore a vincolare il capitale di investimento, non solo al fine di evitare perdite non volute, ma anche per paura di perdere un’occasione d’investimento migliore in futuro.

*Keynes* dimostra così come la domanda di liquidità possa variare oltre che in funzione dei classici bisogni quotidiani, comprensivi degli eventi inaspettati correlati, anche in funzione e inversamente alla variazione dei tassi di interesse.

Il grafico seguente aiuterà a comprendere maggiormente quanto appena descritto, indicando con $L$ la domanda di moneta, con $i$ il tasso d’interesse e con $Y$ il reddito dell’investitore:

![Grafico](image)

Si evince come la domanda di moneta sia funzione decrescente del tasso di interesse $i$ (a un aumento di $i$ corrisponde una diminuzione di $L$) e di come questa shifti positivamente al crescere del reddito $Y$.

Indicando con $k$ una costante rappresentativa di una porzione di reddito $Y$ che l’individuo debba destinare al fine di soddisfare i propri bisogni derivanti dalla domanda transattiva–precauzionale, e con $h$ la sensibilità dello stesso sull’andamento futuro del tasso di interesse $i$, ne deriva che, secondo *Keynes*, la domanda di moneta può essere rappresentata attraverso la seguente equazione:

$$L = kY - hi$$
Il celebre economista Alfred Marshall\textsuperscript{109} nel libro “Principles of Economics”\textsuperscript{110}, fece delle considerazioni sulla domanda e offerta e sull’utilità marginale che Keynes applicò alla sua teoria della preferenza per la liquidità, in particolar modo per quanto riguarda il concetto di elasticità della domanda. Secondo Keynes, la curva della domanda di moneta risulta dunque inclinata negativamente per effetto della relazione inversa tra la domanda speculativa e il tasso di interesse, ma esiste un livello di tasso di interesse, al di sotto del quale il tasso stesso non potrà scendere. In prossimità di tale livello, la domanda risulta perfettamente elastica, crescendo all’infinito. Ciò che ne deriva è un’assoluta preferenza per la liquidità da parte degli individui.

Tralasciando i discorsi riguardanti la famigerata “trappola della liquidità”\textsuperscript{111}, riguardanti strettamente strategie di politica monetaria e un po’ avulsì da ciò che si vuole sottolineare in tale circostanza, Keynes, riuscì a dimostrare questa spinta naturale dell’individuo verso una preferenza per la liquidità al fine di far fronte ai propri fabbisogni quotidiani, che siano previsti o no. Il suo pensiero si esprime al meglio attraverso una sua celebre citazione: “In the long run we are all dead”\textsuperscript{112}, filosofia che muove palesemente critiche al sistema Laissez-faire\textsuperscript{113} ipotizzato da Adam Smith\textsuperscript{114} col la sua metafora della Mano Invisibile\textsuperscript{115}.

\textsuperscript{109} (Londra, 26 luglio 1842 – Cambridge, 13 luglio 1924), professore di economia all’Università di Oxford e all’Università di Cambridge, è considerato uno dei neoэкономisti più influenti del suo tempo nel settore della macro e microeconomia.


\textsuperscript{111} Concetto ipotizzato da Keynes in cui la politica monetaria non riesce più a esercitare alcuna influenza sulla domanda, e dunque sull’economia. Un aumento dell’offerta di moneta, e di conseguenza un abbassamento dei tassi di interesse, dovrebbe ripristinare la crescita economica generale aumentando la propensione al consumo degli individui. L’individuo, cosciente dell’attuale situazione economica in cui versa il paese, si dimostrerà restio al consumo, incrementando per giunta la propria riserva di liquidità, annullando di fatti la manovra adottata dalla politica monetaria, la quale vedrà esaurire i propri mezzi a disposizione al fine di ripristinare la crescita economica.

\textsuperscript{112} “Nel lungo periodo siamo tutti morti”.

\textsuperscript{113} Letteralmente “lasciate fare”, è un principio del liberalismo economico, favorevole al non intervento dello stato nel sistema economico.

\textsuperscript{114} (Kirkcaldy, 5 giugno 1723 – Edimburgo, 17 luglio 1790), filosofo ed economista, spesso definito il padre della scienza economica. È stato in grado di fornire un’unica opera che racchiudesse il quadro generale delle forze che determinano la ricchezza delle nazioni, e delle politiche economiche annesse, al fine di promuovere la crescita e lo sviluppo economico.

\textsuperscript{115} Teoria sviluppata da Adam Smith, secondo cui gli individui generano ordine, benessere e sviluppo sociale, nonostante non agiscano con l’intenzione di generalo, ma con quella di perseguire il proprio interesse personale.
3.4 Nel merito della Illiquidity

Nel paragrafo precedente si è delineato come secondo Keynes l’investitore tipo prediliga un investimento che abbia un elevato indice di liquidità. Entrando nel merito dell’argomentazione, si è fatto riferimento alla possibilità che un individuo opti per investire in un asset che sia illiquido nel breve termine in relazione al livello di tassi di interesse. Ma qual è il significato intrinseco del termine di “illiquidità”?

Secondo Aswath Damodaran\textsuperscript{116}, il modo più semplice per poter comprendere a fondo il concetto di base della illiquidity, è quello di considerarla come il costo del rimorso dell’acquirente; ovvero il costo di dover invertire quasi istantaneamente la transazione circa la stessa attività con il venditore. Nel momento in cui avviene l’acquisto di un titolo, di un bond, di un immobile o di un business, spesso si incorre nel cosiddetto rimorso del compratore, secondo cui ci si pente dell’investimento effettuato e si vuole immediatamente vendere ciò che si è appena comprato. Tale situazione può definire dunque al meglio il costo dell’illiquidità. Il costo appena descritto risulterà essere minore in caso di acquisto di un titolo azionario di una grande società pubblicamente negoziata in un mercato regolamentato e ben organizzato. Contrariamente, risulterà essere maggiore investendo liquidità in titoli di piccole società trattati in mercati over-the-counter\textsuperscript{117}, soprattutto per la scarsità di potenziali acquirenti. Oltre che rispetto ai mercati in cui tali negoziazioni avvengono, il costo dell’illiquidità può variare anche in relazione al tipo di asset negoziato; tale costo risulterà maggiore nel caso di acquisto di un immobile rispetto all’acquisto di uno strumento finanziario. La domanda che sorge spontanea, fermo restando che l’investitore abbia ben presente che deve affrontare tale costo, è quanto quest’ultimo influisca nella decisione del prezzo che l’investitore stesso sia disposto a pagare per garantirsi l’asset.

Nel corso degli anni, la dottrina ha provato a misurare il costo della illiquidity ricollegandola a diversi fattori che entrano in gioco durante una transazione.


\textsuperscript{117} Mercati caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti, invece, ai mercati regolamentati. Le negoziazioni si svolgono al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali.
3.5 I costi di transazione di attività quotate

Molti investitori\(^{118}\) sono soggiogati dall’idea, erroneamente e generalmente diffusa, di dover sostenere le commissioni per i broker come unico costo di negoziazione. Nonostante questi effettivamente siano gli unici costi pagati esplicitamente, ciò che ignorano è il fatto che vi siano ulteriori costi intrinseci nel corso della negoziazione che rischiano di superare i costi di commissione.

Il primo costo ignorato fa riferimento al prezzo del dealer\(^{119}\). Quest’ultimo operando sul mercato propone di base due prezzi diversi per uno stesso asset: uno di acquisizione dell’attività e uno di vendita circa lo stesso sottostante e nel medesimo istante. La differenza fra i due prezzi proposti è definita come *Bid-Ask Spread*.

Il *Price Impact* costituisce il secondo costo che l’investitore rischia di ignorare. Quest’ultimo, acquistando un’attività, determina un rialzo del suo prezzo di mercato, e contrariamente, vendendolo, ne determina un ribasso.

*Jack Treynor\(^{120}\)* propone in un suo articolo\(^{121}\) un terzo costo non esplicito rappresentato dal *Opportunity Cost* riferibile al tempo atteso nel compiere un trade\(^{122}\). Se pazientare in un trade può risultare utile al fine di ridurre le prime due componenti di costo sopradescritte, può, al contrario, risultare controproducente nei confronti di tale tipo di costo. L’attesa può sfociare in una perdita del giusto attimo per effettuare un trade; è possibile andare incontro, in tal modo, alla concretizzazione non solo in perdite di profitto ma, altresì, in perdite sul valore dell’investimento iniziale. Tale rischio di perdita deriva dal fatto che la vendita di un’attività, in un momento posticipato a quello in cui il prezzo di mercato e il prezzo di acquisto dell’asset si equivalgono, la maggior parte delle volte risulta inconveniente. Nonostante l’inconvenienza monetaria, se si hanno prospettive certe di ulteriori ribassi di prezzo, vendere l’asset può risultare conveniente al solo fine di “limitare i danni”.

---

\(^{118}\) [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf)

\(^{119}\) Intermediario, in tale circostanza, finanziario, il quale negozia titoli o beni per contro proprio e della clientela.

\(^{120}\) (Febbraio 1930 – Maggio 2016), Economista americano, Senior Editor e Advisory Board member del *Journal of Investment Management*, Senior Fellow del *Institute for Quantitative Research in Finance*.


\(^{122}\) Letteralmente scambio. Usato nel gergo finanziario per rappresentare una negoziazione di natura commerciale e/o finanziaria.
3.5.1 Il Bid-Ask Spread

Come anticipato poc’anzi lo spread in questione riassume la differenza di prezzo al quale un dealer è disposto ad acquistare e vendere una medesima attività. Tale differenza è destinata sia a coprire una serie di costi che il dealer si trova ad affrontare, sia a remunerare in senso profittevole il suo investimento.

Il dealer, fissando i prezzi bid\textsuperscript{123} e i prezzi ask\textsuperscript{124}, ai quali è obbligato a sottostare nel caso di una negoziazione, può incalcare in errori di valutazione. Fissando un prezzo bid più alto del normale prezzo di valutazione proposto dal mercato, può incorrere nel rischio di accumulare attività che ha sopravalutato. La stessa tipologia di costo può manifestarsi nel caso in cui abbia fissato un prezzo ask troppo basso, determinando una pericolosa posizione corta nel mercato, sovradesponenti con vendite allo scoperto\textsuperscript{125}. Lo spread ha dunque la funzione di coprire tali costi di immagazzinamento. L’intermediario che si assume il compito di garantire in via continuativa la negoziazione di determinati titoli, definito market maker, opera spesso con cosiddetti “vincoli di magazzino” imposti esternamente, da agenzie di regolamentazione, e internamente, dovuti a limiti di capitale e di propensione al rischio. Come la posizione di magazzino devia dallo stato ottimale preventivato, i market makers hanno la possibilità di correggere il setting dei prezzi, ampliando dunque il margine spread, al fine di coprire i costi derivanti dall’inventario\textsuperscript{126}; nel caso in cui l’inventario sia alto abbasserà i prezzi ask e alzerà i prezzi bid, nel caso in cui sia basso, invece, alzerà i prezzi ask e abbasserà i prezzi bid.

Il secondo costo, cui lo spread è atto a coprire, riguarda i costi di lavorazione (processing costs) degli ordini. Tali commissioni e costi di modulistica e documentazione, spesso risultano essere particolarmente ridotti per ordini i cui sottostanti sono titoli negoziati normalmente attraverso gli scambi, ma risultano invece essere maggiori per grandi ordini di titoli di piccole società che possono essere negoziata solo attraverso specifici dealers autorizzati. I costi di lavorazione appaiono in percentuale maggiori per titoli la cui quotazione sia piuttosto bassa. Occorre sottolineare che la tecnologia ha contribuito a ridurre notevolmente tali costi attraverso sistemi computerizzati; inoltre, tali riduzioni sono maggiori per ordini di titoli il cui volume di negoziazione risulta basso e siano operati da soggetti individuali piuttosto che da investitori istituzionali.

\textsuperscript{123} D’asta, inteso come prezzo d’acquisto.
\textsuperscript{124} Richiesto, inteso come prezzo di vendita.
\textsuperscript{125} Operazione finanziaria consistente nella vendita di titoli non direttamente posseduti dal venditore.
\textsuperscript{126} Giacenza, magazzino.
Il terzo problema che il Bid-Ask Spread deve fronteggiare riguarda le asimmetrie informative. Il problema in questione nasce dai diversi motivi che spingono gli investitori a effettuare un trade, quali: avanzo di liquidità, disponibilità di maggiori informazioni su un asset o differenti visioni sulla valutazione. Dal momento che gli investitori generalmente non divulgano le motivazioni per le quali sono propensi a effettuare un trade, i market makers corrono sempre il rischio di effettuare un’operazione di scambio con investitori più informati di loro, concretizzando così dei profitti negativi. Al fine di evitare ciò, i dealers caricano uno spread medio aggiuntivo, alto abbastanza da compensare tali possibili perdite.

Ma quanto pesa effettivamente in percentuale lo spread sul prezzo del titolo? Per rispondere a questa domanda, nel corso degli anni diversi studiosi hanno condotto analisi di mercato a supporto. Thomas Loeb nel 1983 condusse una ricerca\(^{127}\) sullo spread in funzione del prezzo di titoli di società a bassa capitalizzazione di mercato, rispetto a titoli di società ad alta capitalizzazione.

I risultati del suo studio dimostrano come lo spread medio di mercato si aggiri intorno allo 0,33 dollari per prezzo di azione fra aziende a bassa e ad alta capitalizzazione, partendo da un prezzo di pochi dollari per titolo fino a oltre 50. L’aspetto interessante da considerare riguarda il fatto che lo spread, per azioni di società a bassissima capitalizzazione, dunque meno liquide, pesi il

6,55% sul prezzo del singolo titolo sul mercato. Diversamente, per titoli di società a elevata capitalizzazione, caratterizzate dunque da elevata liquidità, lo spread pesa solamente lo 0,52% sul prezzo di azione. Loeb attraverso il proprio studio dimostrò dunque come la funzione Spread/Prezzo sia inclinata negativamente rispetto alla crescente capitalizzazione di mercato delle varie società.

Un altro studio128 condotto da Roger D. Huang e Hans R. Stoll dimostrò come i titoli che compongono il primo 20% del volume totale dei titoli scambiati all’interno del New York Stock Exchange129, abbiano uno spread medio del 0,62% per prezzo medio di azione. L’ammontare dei titoli che rientrano nell’ultimo 20% del volume dei titoli scambiati sul mercato locale, il 2,06% per prezzo medio di azione. Anche in questo caso, viene sottolineato come aziende caratterizzate da illiquidità, abbiano all’interno, del generalmente basso prezzo del titolo, uno spread piuttosto corposo rispetto ad altre società più liquide.


3.5.2 Il Price Impact

Molti investitori considerano che i costi di transazione si riducono man mano che il portfolio di attività aumenti. Ciò può essere ritenuto corretto per quanto riguarda i costi di commissione, ma vi sono taluni costi che i grandi investitori sostengono in misura maggiore rispetto a investitori più piccoli. È il caso dell’impatto sul prezzo derivante dall’acquisto o la vendita di un asset. Nel

129 La più grande borsa valori del mondo per volume di scambi.
131 Acronimo di National Association of Securities Dealers Automated Quotation, primo mercato borsistico elettronico nel mondo, con sede a Times Square, NY.
132 Precedentemente noto come AMEX, acronimo di American Stock Exchange.
133 Termine coniato al fine di indicare lo sviluppo impetuoso dell’economia legata alle tecnologie informatiche e digitali.
momento in cui si acquista un titolo, il mercato reagisce aumentando il prezzo di offerta di quel titolo poiché vi è un aumento della domanda, contrariamente, vendendolo, il mercato a fronte di un’eccessiva offerta, reagisce ripristinando l’equilibrio domanda-offerta abbassando il prezzo dell’ asset.

Tale meccanismo viene posto in essere essenzialmente per due ragioni. La prima, segue la logica secondo cui i mercati non sono completamente liquidi. Un volume di trades particolarmente alto crea, infatti, uno squilibrio tra quelli che sono gli ordini degli acquirenti e quelli dei venditori. Tale squilibrio trova la sua radice appunto in una mancanza di liquidità, che risulta solo temporanea, provocando un cambiamento di prezzo dell’asset; il quale prezzo si fisserà nel momento in cui il mercato individua la controparte del trade. La seconda ragione per cui si verifica il price impact è di natura esclusivamente informativa. Un investitore che pone in essere un trade abbastanza grande su un particolare titolo, cattura inevitabilmente l’attenzione degli altri investitori. Tali investitori presuppongono che, colui che è stato definito il grande investitore in quel particolare trade, abbia informazioni aggiuntive e promettenti sulla società in questione, tali da rendere il titolo particolarmente attraente. Lo stesso ragionamento al contrario, può essere ipotizzato nel caso in cui vi sia una vendita cospicua di un particolare strumento finanziario.

Anche in questo caso, nel corso degli anni, si sono susseguiti numerosi studi il cui fine è stato quello di far maggiore luce sull’impatto che hanno i trades sul prezzo di uno strumento finanziario.

Uno studio proposto da Larry Y. Dann, David Mayers e Robert J. Raab Jr. del 1977, ha analizzato la velocità di reazione al prezzo da parte del NYSE nei riguardi di un cosiddetto large block trade. Lo studio ha stimato che solo entro il primo minuto dal block trade, il mercato permettesse agli investitori di ottenere rendimenti in eccesso al netto di costi di transazione, al di là del quale minuto i rendimenti si affievoliscono per effetto degli aggiustamenti di prezzo da parte del mercato (NYSE), il quale impiega cinque minuti per ristabilire il prezzo di equilibrio. L’effetto distorcente che caratterizza tale studio, riguarda il fatto di considerare un grande trade di titoli denotati da una forte liquidità. Cosa succede quindi se i titoli in questione riguardassero piccole società meno liquide? Joel Hasbrouck, convenne che l’impatto sul prezzo di un large trade di titoli di piccole società, risulta essere di maggior portata e che il mercato impiega

---

135 Acquisto o vendita di massa di un particolare titolo.
136 Professore di economia della NY Stern School of Business.
maggiore tempo (oltre i cinque minuti) affinché gli aggiustamenti di prezzo offrano un rendimento in linea con il mercato.

*Spierdijk, Nijman e van Soest* condussero un’analisi\(^\text{137}\) che prendesse in considerazione sia titoli maggiormente liquidi che titoli prettamente illiquidi al fine di determinare l’impatto sul prezzo di large block trades nel mercato NYSE. Il risultato dello studio determinò che un large trade di titoli illiquidi fa sì che il loro prezzo vari in misura maggiore rispetto a un large trade di titoli liquidi, fermo restando il volume delle attività scambiate in ambo i trades. Inoltre, il mercato richiede più tempo affinché venga ripristinato un normale prezzo per le attività illiquide.

### 3.5.3 Il costo opportunità dell’attesa

Finora si è trattato di come un trade di particolari dimensioni, in termini di volume di titoli scambiati, incida in maniera rilevante su quelli che sono i costi di transazione. Nello specifico si è visto come questi ultimi aumentino a seguito di large block trades. Perché dunque non suddividere tali trades, in trades di più piccola dimensione? Si andrebbero a ridurre i costi di transazione? A rigor di logica è ciò che dovrebbe accadere, se non fosse che, perseguendo tale strategia, si rischia di provocare un aumento di costi di transazione dovuto al fatto di ignorare un’altra componente di tali costi: il costo opportunità dell’attesa. Nella circostanza in cui un investitore ritiene che il prezzo di un particolare titolo sia sopravvalutato, sarà spinto dal desiderio di liberarsene, vendendolo, poiché possiede prospettive ribassiste circa il prezzo del titolo in questione. Si ipotizza l’esistenza di un lasso di tempo che intercorra tra il desiderio di vendita e l’attuazione effettiva dell’azione di vendita. Durante tale lasso di tempo, si possono verificare due conseguenze che portano l’individuo a tornare sui propri passi. Può accadere, infatti, che durante il tempo trascorso, il mercato abbia già svalutato il titolo, riducendo così le prospettive di rendimento a seguito della vendita. Inoltre, il nuovo prezzo stabilito dal mercato, può stravolgere la visione che aveva l’investitore circa la sua sopravvalutazione, rendendolo così più restio alla vendita. Lo stesso ragionamento inverso, può essere applicato nel caso di un titolo sottovalutato da parte del mercato agli occhi di un investitore.

Vi sono una serie di fattori che influenzano la probabilità che l’investitore ritenga che un determinato prezzo di un titolo salga, o scenda, e nel contempo attenda ad acquistarlo, o a venderlo. Occorre stabilire sulla base di che tipo di informazioni abbia formulato le proprie idee. Il costo dell’attesa risulterà più alto, proporzionalmente al rischio, nel caso in cui la sua strategia si basi su informazioni private o rumors di mercato. Al contrario, il costo dell’attesa, sarà minore in caso di informazioni di pubblico possesso. Altro fattore in grado di incidere sulla determinazione del costo dell’attesa riguarda quanto sia attivo il mercato nella ricerca delle informazioni. Migliaia di investitori, alla ricerca di informazioni in possesso a pochi investitori, hanno la conseguenza di aumentare i costi legati all’attesa. È necessario considerare anche la strategia adottata dall’investitore. Assumere una posizione corta nel mercato è spesso associabile a maggiori costi d’attesa, poiché generalmente la strategia in questione è ricollegabile al possesso di informazioni di natura privata. La strategia di mercato può inoltre essere di tipo contrarian o di tipo momentum. Attraverso la prima, l’investitore scommette contro il trend di mercato, ad esempio assumendo una posizione corta nel momento in cui la maggior parte degli investitori risultano long. A tale strategia vengono associati costi d’attesa minori rispetto all’investitore che decide di seguire il trend (momentum).

3.6 I costi di transazione di attività non quotientate

Si è visto come i costi di transazione possano risultare elevati nella negoziazione di attività quotientate. Tali costi però rischiano di essere ancor più superiori nella negoziazione di asset non quotientati o di beni reali.

I costi associati a trade di beni reali variano sostanzialmente in relazione al tipo di attività in questione. La negoziazione di beni preziosi come oro, argento e diamanti non presenta costi di transazione particolarmente elevati. Differentemente da quanto avviene per i beni immobili, in cui la commissione di brokeraggio si aggira intorno al 5% del valore dell’asset; notevolmente superiore alle commissioni per un trade che abbia come sottostante un asset finanziario. La spiegazione del perché tali costi siano così alti, risiede nella scarsità di intermediari presenti in tali mercati e nel fatto che ogni strumento negoziato non sia dotato della qualità della standardizzazione, la quale invece caratterizza i titoli azionari quotati.

Costi ancor più elevati vengono associati alla compravendita di stock equity di società non quotate. Questi dipendono da diversi fattori come la dimensione del business, la composizione
dell’attività dello stato patrimoniale e la sua possibilità di realizzare profitti. Ne viene da sé che i costi di ricerca assumono un’importanza notevole. Inoltre, vendere tali business risulta particolarmente difficile, per cui le società di investimento come le PE\textsuperscript{138} e le VC\textsuperscript{139} occorre che prestino particolare attenzione nella valutazione del prezzo ritenuto congruo, atto a fronteggiare tali problemi di liquidità che possono manifestarsi nel momento in cui avverrà il disinvestimento dal business.

### 3.7 Studi empirici del recente passato sugli Sconti di Liquidità

Il termine liquidity, può essere dunque considerato come la facilità con cui un investitore riesce a vendere le proprie attività senza dover sostenere delle perdite sul valore dell’investimento. Prendendo ad esempio il caso di un investitore di una società non quotata, egli potrebbe trovare delle difficoltà nel vendere le sue azioni velocemente, dal momento che vi è uno scarso interesse da parte del mercato nei confronti della società in questione. L’investitore potrebbe così trovare necessario applicare uno sconto al valore degli strumenti finanziari in possesso, rappresentanti l’equity della società non quotata, al fine di finalizzarne la vendita. Il rischio di liquidità corso dall’investitore, viene così espresso dallo sconto di liquidità, ovvero dalla riduzione sul prezzo di titolo di un ammontare che eguaglia la potenziale perdita di valore – dovuta alla scarsità di liquidità nel mercato, ovvero a un’illiquidità di quest’ultimo – su una possibile futura rivendita. La scoperta secondo cui un investitore sia disposto a pagare meno un’attività illiquida può considerarsi piuttosto recente. Negli ultimi trent’anni i ricercatori hanno esaminato gli effetti dell’illiquidità sul prezzo\textsuperscript{140} usando diversi approcci, i quali convergono tutti verso un’unica direzione.

\textsuperscript{138} Private Equity. Attività finanziaria mediante la quale un investitore istituzionale rileva le quote di una società obiettivo, acquisendo azioni da terzi e sottoscrivendo quelle di nuova emissione, apportando nuovi capitali all’interno della società obiettivo.

\textsuperscript{139} Venture Capital. Maggiori approfondimenti alla nota \textsuperscript{32}.

\textsuperscript{140} http://people.stern.nyu.edu/adamodian/pdf/country/illiquidity.pdf
3.7.1 Sconto di illiquidità sul valore

Il primo approccio è basato sulla convinzione tale per cui il valore di un asset è ridotto del valore attuale dei futuri costi di transazione attesi. Amihud e Mendelson\textsuperscript{141} nel 1986 hanno ipotizzato come un possibile investitore debba tenere in considerazione tre principali fattori nella determinazione del valore intrinseco di un asset: il cashflow che l’attività è in grado di generare, il rischio dei suddetti cashflows e il costo di una possibile e futura vendita dell’attività in questione. In particolare quest’ultimo, come anticipato, deve rappresentare il valore attuale dei futuri costi di transazione. Tale principio è mosso dal fatto che ogni investitore che acquista il medesimo asset, sconterà il valore di quest’ultimo per i costi di transazione che sosterrà in una vendita futura. Ciò che si determina è dunque una somma di costi, ricavabili dal bid-ask spread man mano che l’asset vede cambiare proprietario. Tali costi, andranno scontati a un tasso di attualizzazione. L’ammontare dello sconto è, inoltre, caratterizzato da una forte correlazione positiva con l’indice di turnover e negativa con l’\textit{holding period}\textsuperscript{142} dell’investitore. Secondo Vayanos\textsuperscript{143}, l’investitore ha la possibilità di mitigare gli effetti dei costi di transazione attraverso aggiustamenti dell’\textit{holding period}. Egli sostiene che a holding periods più lunghi corrispondono aumenti di prezzo man mano che aumentano anche i costi di transazione; tuttavia, il delta di prezzo risulterà maggiore rispetto all’aumento dei costi. Jarrow e Subramanian\textsuperscript{144}, nel loro libro “\textit{The Liquidity Discount}”, hanno sviluppato delle regole ottimali di trading guardando ai ritardi di esecuzione di liquidità, come fonte degli sconti, prendendo in considerazione il valore di mercato di un asset e il valore di liquidazione dello stesso.

Gli studi citati, giungono tutti alla conclusione che gli sconti dipendono principalmente dai costi di transazione in relazione all’\textit{holding period} dell’investitore. Maggiore è il periodo di detenzione dell’asset da parte dell’investitore, minore è lo sconto di liquidità da applicare in relazione ai costi di transazione.

\textsuperscript{142} Letteralmente periodo di possesso, utilizzato nel gergo finanziario al fine di indicare il tempo che intercorre dall’acquisto di un’attività fino alla sua rivendita o maturity.
3.7.2 Illiquidità e tassi di sconto

Alcuni studi hanno cercato di incorporare l’illiquidità nei modelli tradizionali di pricing degli asset, in cui il tasso di rendimento richiesto è funzione della sua esposizione al rischio di mercato. 

*Acharya e Pedersen*\textsuperscript{145} nel 2005 hanno evidenziato come gli asset fossero prezzati in relazione al rischio di liquidità. Il fattore fondamentale, da loro messo in luce, riguarda quanto l’asset è illiquido piuttosto che quanto lo stesso sia illiquido. Un asset illiquido, quando anche il mercato è illiquido, è da considerarsi diverso dallo stesso asset illiquido nel momento in cui il mercato risulta invece liquido. Utilizzando il CAPM\textsuperscript{146}, il beta di liquidità dell’asset, riflette la covarianza della liquidità dell’attività con la liquidità di mercato. *Ceteris paribus*\textsuperscript{147}, il tasso di rendimento richiesto per titoli illiquidi risulta superiore dell’1,1% rispetto ad asset più liquidi. L’80% di tale premio è da ricollegarsi proprio alla covarianza sopracitata.

Un ulteriore studio simile fu condotto da *Pastor e Stambaugh*\textsuperscript{148} nel 2002, concludendo che i titoli più sensibili alle condizioni di mercato presentano rendimenti annuali più alti del 7,5% rispetto a titoli meno sensibili alla liquidità di mercato.

Prescindendo dal CAPM, diversi studi hanno utilizzato ulteriori modelli di pricing, cosiddetti multi-factor, al fine di incorporare l’illiquidità nei tassi di rendimento richiesti. 

*Amihud e Mendelson*\textsuperscript{149}, analizzando i rendimenti annuali attesi per titoli scambiati all’interno del NYSE fra il 1961 e il 1980, conclusero che per ogni incremento dell’ 1% del bid-ask spread rispetto al prezzo di titolo, si determina un aumento del rendimento annuale atteso del 0,24-0,26%. Trend confermato da studi più recenti sul mercato Nasdaq da parte di *V.R. Eleswarapu*\textsuperscript{150} nel suo articolo “*Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market*” del 1997 sul *Journal of Finance*.

*Datar, Nair e Radcliffe*\textsuperscript{151} utilizzarono il rapporto prezzo-volume su valore di mercato dell’equity come proxy\textsuperscript{152} della liquidità. Hanno evidenziato un ruolo fondamentale di quest’ultima nella spiegazione dei diversi rendimenti attesi per asset. Per le attività


\textsuperscript{146} Capital Asset Pricing Model. Inventato da William Sharpe, rappresenta un modello di equilibrio dei mercati finanziari; stabilendo una relazione fra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un coefficiente, definito beta, che misura quanto il valore di un titolo si muove in correlazione col mercato.

\textsuperscript{147} Locuzione latina stante per ”a parità di tutte le altre condizioni”.


\textsuperscript{149} Amihud Y., Mendelson H., “*The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk and Size on Stock Returns*”, Journal of Finance, 1989.


\textsuperscript{152} Termine utilizzato nel gergo informatico per indicare uno strumento di supporto che agisce replicando le funzioni di un ulteriore strumento.
maggiormente illiquide, facenti parte del novantesimo percentile del rapporto, il rendimento annuale risulta essere del 3,25% più alto rispetto ad attività liquide che rientrano nel decimo percentile del rapporto. Si conclude, dunque, che per ogni incremento dell’1% del rapporto sopracitato, ne segue una riduzione dei rendimenti annuali di circa 0,54%.

Amihud\(^{153}\) propose di ricavare un rapporto di liquidità dividendo il cambiamento assoluto di prezzo di un titolo azionario per la media del numero dei titoli in questione scambiati giornalmente. Rilevò una correlazione positiva tra i due fattori; per valori sempre maggiori di tale ratio\(^{154}\), erano collegate relativi incrementi di rendimento.

Gli studi descritti sembrano giungere alla conclusione secondo cui un aggiustamento dei tassi di sconto risulta quantomeno necessario al fine di poter misurare la liquidità. In aggiunta, è necessario considerare la cosiddetta liquidità sistematica, ovvero della liquidità presente e offerta dal mercato. Per ogni livello di illiquidità, il rendimento atteso aggiuntivo ai tassi di sconto risulta essere maggiore in periodi in cui il mercato attribuisce un elevato valore alla liquidità, e di conseguenza, tale rendimento aggiuntivo risulta essere minore in situazioni in cui il mercato non attribuisce alla liquidità particolari valori.

### 3.7.3 L’illiquidità come un’opzione

Alcuni economisti sottolineano come il valore della liquidità risieda nella capacità di vendere un asset nel momento in cui il suo valore sia sovrastimato; l’incapacità di venderlo, d’altro canto, rappresenta il costo di liquidità\(^{155}\). Supponendo che l’investitore sia a conoscenza di informazioni riguardo il momento in cui tale sovrastima si verifichi, il valore dell’illiquidità può essere considerato come un’opzione\(^{156}\).

Longstaff\(^{157}\) considera, all’interno del suo studio, un limite superiore all’opzione e un investitore, con perfette capacità di market timing\(^{158}\), che possiede un asset sul quale non può effettuare negoziazioni per un certo periodo. In assenza di restrizioni alle negoziazioni, l’investitore in questione è disposto a disinvestire nel momento esatto in cui il valore dell’asset risulta sovrastimato al massimo da parte del mercato, e il valore atteso dell’opzione lookback\(^{159}\),

---


\(^{154}\) Rapporto.

\(^{155}\) [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfs/country/illiquidity.pdf](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfs/country/illiquidity.pdf)

\(^{156}\) Strumento finanziario che consente al possessore il diritto, e non l’obbligo, di acquistare o vendere un titolo opzionato a un prezzo prestabilito (strike price) ed entro una certa data, a fronte di un premio.


\(^{158}\) Strategia d’investimento che implica il riposizionamento del portafoglio degli investitori, in un determinato momento scelto.

\(^{159}\) Particolare tipo di opzione, definita anche opzione retrospettiva, in cui il valore dello strike price è pari al massimo o al minimo dei prezzi assunti dal sottostante nel periodo di validità dell’opzione in questione.
utilizzando tale prezzo massimo raggiunto dall’asset, dovrebbe coincidere con il limite al valore dell’illiquidità. Longstaff stima la relazione fra la negoziabilità di un titolo e il suo valore in diversi periodi di volatilità e illiquidità; conclude, dunque, che maggiore è il periodo di divieto di negoziazioni per l’investitore, maggiore sarà il peso in percentuale degli sconti di liquidità sul valore del titolo, al crescere della sua volatilità.
3.8 Contributo empirico allo studio degli sconti di liquidità

Il seguente studio, ha l’obiettivo di aggiornare le ricerche condotte in passato in merito agli sconti di liquidità. La ricerca verterà sullo studio delle transazioni M&A avvenute negli ultimi cinque anni all’interno dei settori: Energy&Utilities, Information Technology e Food&Beverage. Verrà effettuato, nello specifico, un confronto delle percentuali di sconto percepite dalle società Acquirer nel caso in cui la società Target risulti non quotata e nel caso in cui la Target risulti pubblicamente negoziata.

Come ampiamente descritto in precedenza in sede di valutazione aziendale, per quanto i valori espressi dai principali indicatori economici risultino simili, è impossibile stabilire l’uguaglianza assoluta di due diverse società.

Affinché lo studio risulti attendibile, si è prestata particolare attenzione al campionamento delle società, quotate e non, in modo che il grado di comparabilità risultasse il più alto possibile.

L’utilizzo del metodo di valutazione dei multipli di transazioni comparabili, presuppone la necessità di rivolgersi a banche dati di assoluta affidabilità al fine di reperire le informazioni necessarie finalizzate allo studio. L’analisi è stata così condotta attraverso l’ausilio e l’utilizzo incrociato di quattro dei maggiori software finanziari disponibili nel mercato globale per quanto riguarda le informazioni in merito alle transazioni: Bloomberg, Zephyr, Orbis e Osiris.
3.9 Settore Energy&Utilities

Fonte Bloomberg

Il primo punto da cui si è partiti, ha visto coinvolgere la piattaforma di servizi finanziari Bloomberg, affinché rendesse note tutte le operazioni di Mergers&Acquisitions avvenute negli ultimi cinque anni nel settore Energy&Utilities. Le transazioni ricercate, in particolare, hanno riguardato società acquiror, le quali non prevedono restrizioni di negoziazione, e società Target non quotate. La decisione di ricercare dapprima informazioni su fusioni e acquisizioni aventi a oggetto società private, è dettata principalmente dalla necessità di stabilire fin da subito uno standard di comparabilità; in quanto, durante la ricerca, si sono manifestate particolari difficoltà nel reperimento dei dati di bilancio delle stesse. Le transazioni hanno riguardato l’acquisto di pacchetti di minoranza; come sottolinea il professor R. Tiscini in “Valutazioni d’Azienda – Business Appraisal”\textsuperscript{160}, spesso si tende a confondere gli sconti di liquidità con i premi di

controllo. Mentre i primi si verificano in seguito all’acquisizione di percentuali stock equity che non determinano il controllo di un’azienda, i premi di controllo si determinano in caso di acquisizione di pacchetti di maggioranza, sostanzianziasi in maggiorazioni di prezzo pagate dall’acquirente al fine di esercitare il controllo sulla società obiettivo.

Un ulteriore elemento di comparabilità, rifinito in seguito attraverso l’analisi dei principali indicatori economici aziendali, riguarda l’introduzione, fra i criteri di ricerca, della limitazione dell’ammontare del deal a 100 milioni con bottom\textsuperscript{161} a 1 milione di dollari. Tale scelta trova la sua giustificazione nella volontà di escludere deals il cui ammontare di valore derivi da particolari situazioni contingenti, soggettive e dalle possibili sinergie ottenibili attraverso l’operazione.

Il numero di transazioni degli ultimi cinque anni che rispecchia i criteri di ricerca è risultato essere 173:

<table>
<thead>
<tr>
<th>N.</th>
<th>Data Anuncio</th>
<th>Nome Target</th>
<th>Nome Acquirente</th>
<th>Deal Value (miliardi$)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Status</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>15/12/15</td>
<td>Multiple Targets</td>
<td>European Bank for Reconstruction &amp; Development</td>
<td>100,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>24/06/19</td>
<td>Petersen Energy Inversoria SA</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>100,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>13/12/19</td>
<td>Sasco Polymer LLC</td>
<td>Tiefan Holding AG</td>
<td>100,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>28/02/17</td>
<td>China Natural Gas Corp Ltd</td>
<td>Shanghai Lurong Investment Management Co Ltd</td>
<td>91,83</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>01/08/19</td>
<td>Fujian Ninge Nuclear Power Co Ltd</td>
<td>Fujian Funeng Co Ltd</td>
<td>91,51</td>
<td>Stock</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>27/05/19</td>
<td>Janus Diantou Jiujiaduo Power Development Co Ltd</td>
<td>China Construction Bank Corp</td>
<td>86,98</td>
<td>Cash</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>29/12/19</td>
<td>Taizhou Jiluoyed Photoelectric Technology Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>85,83</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>07/08/19</td>
<td>CSC Haihuang Windpower Co Ltd</td>
<td>CICC Capital</td>
<td>84,98</td>
<td>Cash</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>22/03/18</td>
<td>Antipinzy Refinery JSC</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>75,00</td>
<td>Undisclosed</td>
<td>Proposed</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>30/10/15</td>
<td>Bayou Bridge Pipeline LLC</td>
<td>Phillips 66 Partners LP</td>
<td>69,70</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>13/12/18</td>
<td>Liaoning Liangdong Wind Power Co Ltd</td>
<td>Liaoning Hongyang Energy Resource Invest Co Ltd</td>
<td>68,01</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>20/02/15</td>
<td>Rays Power Experts Pvt Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>64,27</td>
<td>Cash</td>
<td>Withdrawn</td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>15/02/19</td>
<td>Apico LLC/Thailand</td>
<td>PTT Exploration &amp; Production PCL</td>
<td>64,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>14/07/16</td>
<td>Valorem SAS</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>63,34</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>15</td>
<td>11/07/19</td>
<td>Ping Petroleum Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>60,63</td>
<td>Undisclosed</td>
<td>Proposed</td>
</tr>
<tr>
<td>16</td>
<td>20/04/16</td>
<td>Steel Reef Infrastructure Corp</td>
<td>Indonesia Investment Management Inc</td>
<td>59,40</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>17</td>
<td>19/09/17</td>
<td>Sunsep Group Pte Ltd</td>
<td>Banpu PCL</td>
<td>55,65</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>18</td>
<td>27/04/18</td>
<td>TSE Overseas Group Co Ltd</td>
<td>Fortune Parts Industry PCL</td>
<td>53,58</td>
<td>Cash</td>
<td>Terminated</td>
</tr>
<tr>
<td>19</td>
<td>15/02/18</td>
<td>Canburn Energy Inc</td>
<td>Suncor Energy Inc</td>
<td>52,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>20</td>
<td>24/12/14</td>
<td>Gmchsen Energy Service Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package Co</td>
<td>50,70</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>21</td>
<td>13/12/17</td>
<td>Guardian Qingxiong Kuche Mining Development Co Ltd</td>
<td>Alax Xinrin State-owned Asset Operation Co Ltd</td>
<td>45,35</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>22</td>
<td>30/03/17</td>
<td>Ranch Wires IV LLC</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,00</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>23</td>
<td>23/11/16</td>
<td>Gesthermal Plant</td>
<td>Northleaf Capital Partners Ltd</td>
<td>44,20</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>24</td>
<td>05/08/15</td>
<td>Yunnan Baoshan Biningfangan Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>42,07</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>25</td>
<td>21/12/18</td>
<td>220 MW Uxmouth Conversion Project Newport</td>
<td>Equitas Ltd</td>
<td>42,05</td>
<td>Cash</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>26</td>
<td>18/02/16</td>
<td>Sweeney Pcc Co</td>
<td>Phillips 66 Partners LP</td>
<td>41,30</td>
<td>Cash and Stock</td>
<td>Terminated</td>
</tr>
<tr>
<td>27</td>
<td>03/07/19</td>
<td>Shanshi Fenshi Zhonghua Coal Co Ltd</td>
<td>Beijing Haixuan Investment Co Ltd</td>
<td>40,91</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>28</td>
<td>28/04/15</td>
<td>Shanghai Longhuang Eco-Energy Co Ltd</td>
<td>Shanghai Industrial Development Co Ltd</td>
<td>40,84</td>
<td>Stock</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>29</td>
<td>10/12/17</td>
<td>Zhejiang Geren Energy Power Technology Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Shangyi Jiang Industrial Investment Co Ltd</td>
<td>39,93</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>30</td>
<td>13/11/14</td>
<td>Total Lubricant China Co Ltd</td>
<td>COSCO SHIPPING Specialised Carriers Co Ltd</td>
<td>39,30</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>31</td>
<td>01/06/17</td>
<td>Hindustan Aegis LP Ltd</td>
<td>ITDCU Corp</td>
<td>38,82</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>32</td>
<td>14/02/17</td>
<td>Green Earth Power Thailand Co Ltd</td>
<td>Scan Intek PCL</td>
<td>38,49</td>
<td>Cash</td>
<td>Terminated</td>
</tr>
<tr>
<td>33</td>
<td>24/11/16</td>
<td>Beijing Join and Share Technology Service Co Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>36,84</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>34</td>
<td>06/03/17</td>
<td>Polska Grupa Gornicza SP ZO</td>
<td>Weglokoks SA</td>
<td>36,80</td>
<td>Cash</td>
<td>Pending</td>
</tr>
<tr>
<td>35</td>
<td>19/12/17</td>
<td>Services Libertador SA</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>36,40</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>36</td>
<td>02/11/18</td>
<td>Oldelf SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>36,40</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>37</td>
<td>11/11/15</td>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>38</td>
<td>17/11/15</td>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
<tr>
<td>39</td>
<td>18/10/17</td>
<td>Panji Baya Alamindo PT</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>35,44</td>
<td>Cash</td>
<td>Completed</td>
</tr>
</tbody>
</table>

\textsuperscript{161} Limiti inferiore.
In riferimento al settore, il numero di società Target private che ha compiuto operazioni di fusione e acquisizione negli ultimi cinque anni, per le quali si è riusciti a ottenere in modo esaustivo le voci di bilancio, è risultato essere 55:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Banca Dati</th>
<th>Nome Target</th>
<th>Nome Acquirente</th>
<th>Dual Stock</th>
<th>Ricavi di vendita</th>
<th>Costo del venduto</th>
<th>Altre redditi operativi</th>
<th>Spese di gestione</th>
<th>D&amp;A</th>
<th>EBITDA</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Peltier Energy Inversors SA</td>
<td>Unarmed Buyer</td>
<td>30,00%</td>
<td>2050,80</td>
<td>2957,60</td>
<td>97,20</td>
<td>190,50</td>
<td>136,37</td>
<td>351,40</td>
</tr>
<tr>
<td>Zephyr</td>
<td>Fujin Logging Power Co Ltd</td>
<td>Fujin Feining Co Ltd</td>
<td>30,00%</td>
<td>3863,70</td>
<td>3138,80</td>
<td>124,00</td>
<td>120,00</td>
<td>320,30</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Taiwan Xieduoy Recycle Technology Co Ltd</td>
<td>Multiples acquirers</td>
<td>23,83%</td>
<td>407,30</td>
<td>321,70</td>
<td>7,90</td>
<td>60,90</td>
<td>20,60</td>
<td>53,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Antipodis Refinery JSC</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>15,00%</td>
<td>2390,40</td>
<td>2492,70</td>
<td>108,00</td>
<td>170,00</td>
<td>253,00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Bayou Bridge Pipeline LLC</td>
<td>Phillips 66 Partners LP</td>
<td>40,00%</td>
<td>55,69</td>
<td>46,41</td>
<td>4,61</td>
<td>4,61</td>
<td>7,2</td>
<td>4,2</td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Ravi MLP Optimus Pvt Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>25,00%</td>
<td>2539,90</td>
<td>209,80</td>
<td>5,70</td>
<td>1,00</td>
<td>2,0</td>
<td>2,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Zephyr</td>
<td>Valcomer SAS</td>
<td>Sil Infrastrutura PLC</td>
<td>18,00%</td>
<td>57,30</td>
<td>27,60</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Sunway Group Pte Ltd</td>
<td>Bank PCL</td>
<td>25,70%</td>
<td>29,22</td>
<td>13,11</td>
<td>1,50</td>
<td>2,9</td>
<td>7,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>TEL Overseas Group Co Ltd</td>
<td>FortuneParts Industry PCL</td>
<td>40,00%</td>
<td>6,80</td>
<td>20,50</td>
<td>0,60</td>
<td>4,10</td>
<td>2,0</td>
<td>4,0</td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Gresham Energy Services Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package Co</td>
<td>30,00%</td>
<td>46,61</td>
<td>35,29</td>
<td>2,46</td>
<td>0,11</td>
<td>10,9</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Yumen Baohan Balinghang Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yumen Baohan Electric Power Co Ltd</td>
<td>29,00%</td>
<td>44,40</td>
<td>21,40</td>
<td>1,00</td>
<td>9,00</td>
<td>22,0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>SIMEC Ulsan moth Co Ltd</td>
<td>Estapis Pte Ltd</td>
<td>25,00%</td>
<td>95,90</td>
<td>89,20</td>
<td>11,20</td>
<td>6,10</td>
<td>0,0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Sweeney Fivz LLC</td>
<td>Phillips 66 Partners LP</td>
<td>25,00%</td>
<td>85,20</td>
<td>74,77</td>
<td>5,71</td>
<td>1,98</td>
<td>5,7</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Total Lubricant China Co Ltd</td>
<td>CDHOSG SP Specialized Carriers Co Ltd</td>
<td>11,49%</td>
<td>230,01</td>
<td>206,64</td>
<td>2,28</td>
<td>10,94</td>
<td>14,59</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Hindustan Apis Ltd</td>
<td>ITDCo LLC</td>
<td>19,70%</td>
<td>183,10</td>
<td>183,40</td>
<td>0,12</td>
<td>0,03</td>
<td>1,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Green Earth Power Thailand Co Ltd</td>
<td>Scam Inter PCL</td>
<td>30,00%</td>
<td>1,96</td>
<td>1,25</td>
<td>0,04</td>
<td>0,7</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Pokha Group Galle SP Zao</td>
<td>Weglokoks SA</td>
<td>25,00%</td>
<td>2295,00</td>
<td>1979,00</td>
<td>136,70</td>
<td>149,00</td>
<td>232,00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Oslo Oil SA</td>
<td>Kessen Mobil Corp</td>
<td>21,00%</td>
<td>66,21</td>
<td>36,80</td>
<td>7,90</td>
<td>3,40</td>
<td>18,80</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Qingdao Sineng Energy Corp</td>
<td>23,00%</td>
<td>192,70</td>
<td>146,60</td>
<td>7,50</td>
<td>5,30</td>
<td>44,00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Panji River Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,00%</td>
<td>186,90</td>
<td>162,70</td>
<td>12,60</td>
<td>5,80</td>
<td>17,40</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Qingdao Shizhong Mining Enterprise Co Ltd</td>
<td>Western Mining Group Co Ltd</td>
<td>35,00%</td>
<td>14049,00</td>
<td>1386,31</td>
<td>1,60</td>
<td>177,50</td>
<td>3,80</td>
<td>15,50</td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>E&amp;Y Sengokoz Fuel Cell Co Ltd</td>
<td>GS Holdings Corp</td>
<td>16,00%</td>
<td>11024,00</td>
<td>9225,30</td>
<td>1151,20</td>
<td>120,60</td>
<td>288,00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zephyr</td>
<td>Zhejiang Lopinenergy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenhen Anji Decoration Group Co Ltd</td>
<td>20,00%</td>
<td>45,40</td>
<td>30,30</td>
<td>6,70</td>
<td>0,13</td>
<td>8,5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Allen Turner Energy SA</td>
<td>Allen Holding AS</td>
<td>29,75%</td>
<td>16,24</td>
<td>15,87</td>
<td>0,38</td>
<td>0,56</td>
<td>0,5</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Companies Morristhose</td>
<td>Actus Corp</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,21</td>
<td>0,46</td>
<td>0,23</td>
<td>0,10</td>
<td>2,6</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>DCMIA Sdn Bhd</td>
<td>OCI Co Ltd</td>
<td>16,54%</td>
<td>2034,80</td>
<td>193,00</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Sunline AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>14,60%</td>
<td>135,65</td>
<td>35,60</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Praksa Energy Pte Ltd</td>
<td>Trineal Capital Partner I Pte Ltd</td>
<td>40,00%</td>
<td>66,60</td>
<td>9,50</td>
<td>1,10</td>
<td>0,60</td>
<td>1,40</td>
<td>9,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Tecno Tecnologia e Sistemi Avanzata SA</td>
<td>Estater Gestao de Investimentos Ltd</td>
<td>18,50%</td>
<td>566,35</td>
<td>379,90</td>
<td>208,05</td>
<td>12,90</td>
<td>27,41</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Depeche North LLC</td>
<td>Tallgrass Energy Partners LP</td>
<td>38,00%</td>
<td>1370,00</td>
<td>997,00</td>
<td>141,00</td>
<td>226,10</td>
<td>180,00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Shanghai Dongsan Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>13,64%</td>
<td>28,91</td>
<td>16,00</td>
<td>0,91</td>
<td>0,42</td>
<td>10,42</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Hebei Fengdong Pumped Storage Co Ltd</td>
<td>China Sunlong Green Energy Corp</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,20</td>
<td>1,97</td>
<td>0,70</td>
<td>0,23</td>
<td>0,24</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Impact Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>China Oil Corp</td>
<td>25,20%</td>
<td>12,00</td>
<td>5,45</td>
<td>0,13</td>
<td>6,9</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>TIC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing Renjun Energy Management Center</td>
<td>21,05%</td>
<td>24,18</td>
<td>13,06</td>
<td>6,52</td>
<td>2,20</td>
<td>6,8</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Yeonggwang Beiku Wind Power Co Ltd</td>
<td>Unarmed Buyer</td>
<td>18,50%</td>
<td>4,20</td>
<td>3,90</td>
<td>0,40</td>
<td>2,50</td>
<td>2,70</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Zephyr</td>
<td>Fudia 2500 SL</td>
<td>Sinop Capital TSG SA</td>
<td>22,00%</td>
<td>6,66</td>
<td>4,43</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Kosen KH Co Ltd</td>
<td>KBD Infrastructure Investments Asset Management Co</td>
<td>25,51%</td>
<td>6,09</td>
<td>3,49</td>
<td>0,10</td>
<td>1,20</td>
<td>3,64</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Daya Seacat烨 5th Bhd</td>
<td>Ranceh Nenam 5th Bhd</td>
<td>12,00%</td>
<td>11,25</td>
<td>11,75</td>
<td>0,70</td>
<td>2,20</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Minin Dawn Juchua-Nine Photonics/Poverty Allev</td>
<td>Minin Dawn City Infrastructure Construction Invest</td>
<td>12,76%</td>
<td>1394,90</td>
<td>1122,20</td>
<td>2,30</td>
<td>27,40</td>
<td>14,60</td>
<td>32,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Oilfield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,25</td>
<td>6,08</td>
<td>3,60</td>
<td>1,20</td>
<td>2,85</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Bloomberg</td>
<td>Turbomachinery Oversea 5th Bhd</td>
<td>Caterpillar Inc</td>
<td>19,45%</td>
<td>200,90</td>
<td>152,08</td>
<td>1,10</td>
<td>25,00</td>
<td>6,70</td>
<td>30,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Orbi</td>
<td>Beijing Keda Quasi Co Ltd</td>
<td>Jinpu Pacific Quasi Co Ltd</td>
<td>15,00%</td>
<td>10,95</td>
<td>8,07</td>
<td>2,10</td>
<td>0,40</td>
<td>1,23</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

L’utillizzo incrociato delle piattaforme finanziarie sudette, si è rivelato particolarmente utile al fine di estrapolare i dati di bilancio per quanto concerne le società private. Tuttavia, in numerosi casi si è reso necessario il calcolo del valore EBITDA attraverso la seguente relazione:

\[ \text{EBITDA} = \frac{\text{Ricavi di vendita} \times (1 - \text{Costo del venduto}) + \text{Altre redditi operativi} - \text{Spese di gestione}}{\text{D&A}} \]
Affinché l’analisi risultasse significativa, ciò che ha mosso principalmente lo studio, è stata la ricerca attenta della comparabilità fra deals e fra società.

Nella tabella riassuntiva precedentemente illustrata è possibile osservare come questa sia avvenuta.

Sono stati scelti deals il cui pagamento è avvenuto esclusivamente tramite denaro. Se una specifica transazione avesse visto coinvolgere, come contropartita all’acquisizione del pacchetto di minoranza, parte dello stock equity dell’acquire in favore alla società target, sarebbe stato molto più arduo definire con certezza l’ammontare dello sconto di liquidità percepito dalla società acquirente.

Si può inoltre notare che, la comparabilità fra società target, oltre che dal punto di vista del settore di appartenenza, risulta determinata sulla base di un range di EBITDA risultanti dall’ultimo bilancio approvato risalente all’ultimo anno precedente alla transazione. Tale range prevede che la società target non abbia un margine operativo lordo superiore a 50 milioni di dollari.

La determinazione della media delle varie voci coinvolte risulterà particolarmente significativa in un momento successivo, all’interno del quale verranno specificate le società target pubbliche in modo da stabilire un grado di comparabilità fra deals e società che risulti il quanto più alto possibile.
Riassumendo, nell’analisi sono state coinvolte 18 transazioni comparabili aventi come target società non quotate. Di seguito sono specificati i valori delle medie e la loro corrispondenza:

- Valore medio dei deals ➔ 23,54 milioni di dollari;
- Valore medio dello stock coinvolto nella transazione ➔ 20,96%;
- Valore medio dei ricavi di vendita delle target pre deal ➔ 51,15 milioni di dollari;
- Valore medio EBITDA delle target pre deal ➔ 13,11 milioni di dollari.

È stato definito, inoltre, un ulteriore elemento di comparabilità rappresentato dal multiplo TV/SALES. Tale multiplo e, nella fattispecie l’indice di Transaction Value, risulta particolarmente utilizzato nella valutazione di transazioni comparabili, in quanto è identificativo del rapporto fra il prezzo della transazione (deal value) e i ricavi di vendita della società target risultanti dall’ultimo bilancio approvato prima del deal.

Di seguito vengono proposti i multipli TV/SALES risultanti dall’analisi e la relativa media del campione:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquiror Name</th>
<th>Deal Value (m$n)</th>
<th>Sales Target pre deal (m$n)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valorem SAS</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>63,34</td>
<td>58,10</td>
<td>1,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunsea Group Pte Ltd</td>
<td>Banpu PCL</td>
<td>55,65</td>
<td>19,22</td>
<td>2,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Gicmcheon Energy Service Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package Co</td>
<td>50,70</td>
<td>46,61</td>
<td>1,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>42,07</td>
<td>44,40</td>
<td>0,95</td>
</tr>
<tr>
<td>Oldelval SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>36,40</td>
<td>60,21</td>
<td>0,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhonglian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>192,70</td>
<td>0,19</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzhen Janly Decoration Group Co Ltd</td>
<td>32,90</td>
<td>45,40</td>
<td>0,72</td>
</tr>
<tr>
<td>SunPine AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>23,12</td>
<td>135,65</td>
<td>0,17</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>18,92</td>
<td>26,91</td>
<td>0,70</td>
</tr>
<tr>
<td>Impact Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>15,00</td>
<td>12,00</td>
<td>1,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Yilonghengye Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,18</td>
<td>39,53</td>
<td>0,26</td>
</tr>
<tr>
<td>Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd</td>
<td>9,90</td>
<td>45,30</td>
<td>0,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Unicoba Energia SA</td>
<td>Performa Investimentos Ltda</td>
<td>9,15</td>
<td>22,27</td>
<td>0,41</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen Yiruji Cultural Development Co Ltd</td>
<td>6,44</td>
<td>40,86</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Daegeon Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>4,27</td>
<td>80,54</td>
<td>0,05</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent</td>
<td>3,81</td>
<td>24,18</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Edifica 2000 SL</td>
<td>Siroco Capital SCR SA</td>
<td>3,56</td>
<td>6,66</td>
<td>0,53</td>
</tr>
<tr>
<td>Oilfield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,02</td>
<td>11,25</td>
<td>0,18</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA**

| Valore medio dei deals | ➔ 23,54 milioni di dollari; |
| Valore medio dello stock coinvolto nella transazione | ➔ 20,96%; |
| Valore medio dei ricavi di vendita delle target pre deal | ➔ 51,15 milioni di dollari; |
| Valore medio EBITDA delle target pre deal | ➔ 13,11 milioni di dollari. |

- Valore medio del multiplo TV/SALES ➔ 0,65xSALES
Una volta determinato il campione standard di comparabilità, e le relative medie, si è proceduto a ricercare società Target quotate che rispecchiassero i seguenti criteri:

Fonte Bloomberg

La tabella di ricerca del software Bloomberg riassume i vari passaggi che hanno permesso la definizione di 86 transazioni all’interno del settore Energy&Utilities. Si è partiti dall’escludere dalla ricerca i cosiddetti withdrawn deals\textsuperscript{162} e i terminated deals\textsuperscript{163}, coinvolgendo piuttosto i deals in corso e completati negli ultimi cinque anni.

Le transazioni proposte hanno sempre riguardato l’acquisizione di pacchetti di minoranza. La ricerca si è focalizzata su una percentuale di acquisizione tramite denaro contante dell’equity della obiettivo che oscillasse fra il 10% e il 30%, in linea con la media del deal stock coinvolto nelle transazioni di società target non quotidate (20,96%).

Infine, l’ammontare del deal value non avrebbe dovuto superare i 200 milioni di dollari.

\textsuperscript{162} Transazioni la cui offerta è stata ritirata.
\textsuperscript{163} Transazioni interrotte.
Si giunge, dunque, alla compilazione della seguente lista di deals:

<table>
<thead>
<tr>
<th>N.</th>
<th>Data Annuncio</th>
<th>Nome Target</th>
<th>Nome Acquirer</th>
<th>Deal Value (m$m$)</th>
<th>Type of payment</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>27/11/15</td>
<td>Hebei Jinmu Chemical Industry Co Ltd</td>
<td>Jihong Energy Group Co Ltd</td>
<td>179,92</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>2</td>
<td>06/12/15</td>
<td>Zhejiang Renshi Co Ltd</td>
<td>Tibet Hanli Electronic Technology LP</td>
<td>150,86</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>3</td>
<td>29/08/18</td>
<td>Ballard Power Systems Inc</td>
<td>Weichai Power Co Ltd</td>
<td>138,69</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>4</td>
<td>08/04/16</td>
<td>Tangle Lionhead Cement Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>134,13</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>5</td>
<td>30/11/12</td>
<td>TGWC</td>
<td>China Yangfan Power Co Ltd</td>
<td>130,39</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>6</td>
<td>18/09/18</td>
<td>SK D&amp;D Co Ltd</td>
<td>Hahn &amp; Co</td>
<td>130,27</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>7</td>
<td>21/06/16</td>
<td>SHANGHAI SHENKAI</td>
<td>Ningbo Huijia Investment Management Center LP</td>
<td>118,47</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>8</td>
<td>05/02/18</td>
<td>Xinjiang Zhundong Petroleum Technology Co Ltd</td>
<td>Changshou Xinghan Capital Management Co Ltd</td>
<td>117,13</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>9</td>
<td>20/06/16</td>
<td>Shaxi Blue Flame Holding Co Ltd</td>
<td>Shanshi Jinsheng Anthracite Mining Group Co Ltd</td>
<td>115,05</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>11/11/18</td>
<td>Winell Hi-Tech Seed Co Ltd</td>
<td>Sinohem Group Co Ltd</td>
<td>104,29</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>11</td>
<td>21/01/19</td>
<td>Panda Green Energy Group Ltd</td>
<td>Huajing Solar Power Ltd</td>
<td>102,56</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>12</td>
<td>05/09/17</td>
<td>Beijing Zodi Investment Co Ltd</td>
<td>Tibet Zhongdi Industrial Co Ltd</td>
<td>101,59</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>13</td>
<td>21/09/16</td>
<td>Panda Green Energy Group Ltd</td>
<td>ORIX Corp</td>
<td>94,54</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>14</td>
<td>06/08/17</td>
<td>Megawide Construction Corp</td>
<td>Megacon Holdings Inc</td>
<td>94,53</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>15</td>
<td>27/03/18</td>
<td>Shenzhen Changfang Group Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>91,63</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>16</td>
<td>02/05/15</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>Stamee Natural Resources Sarl</td>
<td>89,29</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>17</td>
<td>14/05/18</td>
<td>Three Renewables Ltd</td>
<td>Mercury NL Ltd</td>
<td>83,30</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>18</td>
<td>01/07/19</td>
<td>LandOcean Energy Services Co Ltd</td>
<td>Beijing Siji Zhizhi Technology Co Ltd</td>
<td>73,66</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>19</td>
<td>10/05/18</td>
<td>Clean Energy Fuels Corp</td>
<td>TOTAL SA</td>
<td>70,02</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>20</td>
<td>28/12/18</td>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongxia Technology Co Ltd</td>
<td>57,18</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>21</td>
<td>20/04/15</td>
<td>Polaris Infrastructure Inc</td>
<td>Goodwood Inc</td>
<td>56,62</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>22</td>
<td>21/05/15</td>
<td>Asia Resources Holdings Ltd</td>
<td>Xian Communication Gas Corp Ltd</td>
<td>55,47</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>23</td>
<td>21/07/17</td>
<td>Balaji Telefilms Ltd</td>
<td>Reliance Industries Ltd</td>
<td>55,02</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>24</td>
<td>03/09/15</td>
<td>Canacoal Energy Ltd</td>
<td>Cevengas Holdings SRL</td>
<td>53,85</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>25</td>
<td>23/09/16</td>
<td>Panda Green Energy Group Ltd</td>
<td>China Merchants New Energy Group Ltd</td>
<td>50,84</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>26</td>
<td>25/12/16</td>
<td>DNO North Sea PLC</td>
<td>Delek Group Ltd</td>
<td>50,24</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>27</td>
<td>09/10/15</td>
<td>Tihaca Energy Ltd</td>
<td>Delek Group Ltd</td>
<td>46,80</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>28</td>
<td>18/05/15</td>
<td>Silk Road Logistics Holdings Ltd</td>
<td>China Huorong Asset Management Co Ltd</td>
<td>45,46</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>29</td>
<td>11/07/17</td>
<td>Falcon Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>Lamesa Holding SA</td>
<td>44,00</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>30</td>
<td>23/09/15</td>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,79</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>31</td>
<td>17/03/17</td>
<td>IGAS Energy PLC</td>
<td>Kerenann Capital Ltd</td>
<td>33,18</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>32</td>
<td>15/07/19</td>
<td>Maritide &amp; Oil Services SAE</td>
<td>Private Investor</td>
<td>32,86</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>33</td>
<td>29/03/16</td>
<td>Wugongn Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>32,69</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>34</td>
<td>02/07/17</td>
<td>Tobio Bara Sepahria TS&amp;PT</td>
<td>Highland Strategic Holdings Pte Ltd</td>
<td>32,58</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>35</td>
<td>19/11/18</td>
<td>Statmore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>30,92</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>36</td>
<td>03/10/19</td>
<td>ITM Power Ltd</td>
<td>Linde PLC</td>
<td>29,20</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>37</td>
<td>02/09/19</td>
<td>GTPL Hathway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>29,20</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>38</td>
<td>10/11/15</td>
<td>Hascoll Petroleum Ltd</td>
<td>Virat Holding BV</td>
<td>25,92</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>39</td>
<td>16/11/16</td>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>23,97</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>...</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>80</td>
<td>20/12/16</td>
<td>Buffalo Coal Corp</td>
<td>RCF Management LLC</td>
<td>1,51</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>81</td>
<td>03/02/15</td>
<td>Royalco Resources Ltd</td>
<td>High Peak Royalties Ltd</td>
<td>1,44</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>82</td>
<td>05/07/18</td>
<td>Magnus Energy Group Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>1,43</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>83</td>
<td>31/03/19</td>
<td>Pure Energy Minerals Ltd</td>
<td>Schlumberger Canada Ltd</td>
<td>1,24</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>84</td>
<td>24/01/18</td>
<td>Taitue Petroleum Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>1,18</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>85</td>
<td>24/03/16</td>
<td>Petroiteq Energy Inc</td>
<td>Beverly Pacific Holdings Inc</td>
<td>1,12</td>
<td>Cash</td>
</tr>
<tr>
<td>86</td>
<td>29/02/16</td>
<td>Melinda Energy Ltd</td>
<td>Leni Gas Cuba Ltd</td>
<td>0,92</td>
<td>Cash</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Come avvenuto per le operazioni che hanno riguardato le società Target non quote, si sono raccolte le informazioni relative a:

- Valore del deal;
- Percentuale dell’equity coinvolta nella transazione;
- Ricavi di vendita delle target risultanti dall’ultimo bilancio approvato pre deal;
- EBITDA delle target risultanti dall’ultimo bilancio approvato pre deal.

Nella tabella che segue, attraverso la ricerca incrociata delle diverse banche dati, si illustrano i dati di maggiore interesse delle transazioni fra società target pubbliche e società acquiror:
Se i servizi finanziari targati Bureau van Dijk, in particolare la piattaforma Orbis, si rendevano assolutamente necessari nell’identificare le voci di bilancio relative alle società non quote, può facilmente risaltare all’occhio un utilizzo pressoché dominante della piattaforma Bloomberg. Il ricorso a tale piattaforma può essere ricondotto esclusivamente a motivi di praticità, in quanto i dati coincidevano su ambedue i provider. Notoriamente, infatti, la reperibilità dei dati di bilancio risulta essere maggiormente facilitata per quanto concerne società quote sul mercato.
Per cui, in relazione all’EBITDA, non si è resa necessaria l’applicazione di calcoli al fine di ricavarne il dato.
L’operazione a seguire, come avvenuto per le società private, consiste nel determinare un campione di transazioni comparabili.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES Target pre deal (m$)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongjia Technology Co Ltd</td>
<td>65,42</td>
<td>Cash</td>
<td>16,67%</td>
<td>57,80</td>
<td>8,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>37,75</td>
<td>Cash</td>
<td>23,10%</td>
<td>68,30</td>
<td>34,40</td>
</tr>
<tr>
<td>igas Energy PLC</td>
<td>Kengen Capital Asia Ltd</td>
<td>35,65</td>
<td>Cash</td>
<td>21,22%</td>
<td>42,20</td>
<td>14,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Woongjin Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>35,44</td>
<td>Cash</td>
<td>26,13%</td>
<td>145,30</td>
<td>13,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Starmore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>34,74</td>
<td>Cash</td>
<td>19,90%</td>
<td>105,10</td>
<td>22,10</td>
</tr>
<tr>
<td>GTP Calhoun Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,31</td>
<td>Cash</td>
<td>25,64%</td>
<td>169,30</td>
<td>45,50</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>Cash</td>
<td>34,40%</td>
<td>68,40</td>
<td>25,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Rio Oil and Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>18,26</td>
<td>Cash</td>
<td>36,60%</td>
<td>68,20</td>
<td>27,20</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>14,30</td>
<td>Cash</td>
<td>21,83%</td>
<td>33,70</td>
<td>21,20</td>
</tr>
<tr>
<td>MC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,85</td>
<td>Cash</td>
<td>15,18%</td>
<td>1,77</td>
<td>14,60</td>
</tr>
<tr>
<td>E&amp;W Inc</td>
<td>Bank Co Ltd</td>
<td>8,44</td>
<td>Cash</td>
<td>17,57%</td>
<td>21,40</td>
<td>2,60</td>
</tr>
<tr>
<td>HUB Life Science CO LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisors Lp</td>
<td>6,92</td>
<td>Cash</td>
<td>20,54%</td>
<td>34,70</td>
<td>1,90</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSOmic Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>6,55</td>
<td>Cash</td>
<td>12,74%</td>
<td>35,50</td>
<td>3,40</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>6,35</td>
<td>Cash</td>
<td>18,72%</td>
<td>16,00</td>
<td>8,40</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTECH Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>4,70</td>
<td>Cash</td>
<td>14,87%</td>
<td>16,00</td>
<td>2,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dynamik Holdings Bhd</td>
<td>4,15</td>
<td>Cash</td>
<td>15,00%</td>
<td>5,10</td>
<td>1,30</td>
</tr>
<tr>
<td>CNX Global Ltd</td>
<td>Silver Alley Enterprises Ltd</td>
<td>4,02</td>
<td>Cash</td>
<td>10,21%</td>
<td>22,50</td>
<td>1,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Atorn Coal Ltd</td>
<td>3,00</td>
<td>Cash</td>
<td>26,68%</td>
<td>18,40</td>
<td>0,30</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| MEDIA | 19.71 | 18.78% | 51.66 | 13.78 |

Ai fini di una corretta analisi, è stato selezionato un campione di 18 transazioni comparabili in egual modo a quanto avvenuto per le transazioni con target non quotate.

La selezione ha avuto come fine ultimo quello di rendere la media dei dati relativa ai deals, il quanto più possibile simile al campione precedente.

Tuttavia, quest’ultimo non è risultato essere l’unico criterio di applicazione alla ricerca, in quanto, si può osservare come il valore relativo all’EBITDA di ogni azienda non superi i 50 milioni di dollari, constatando una media di campione di $13,78 milioni.

Riassumendo, nell’analisi sono state coinvolte 18 transazioni comparabili aventi come target società quotate. Di seguito sono specificati i valori delle medie e la loro corrispondenza:

- Valore medio dei deals ➞ 19,71 milioni di dollari;
- Valore medio dello stock coinvolto nella transazione ➞ 18,78%;
- Valore medio dei ricavi di vendita delle target pre deal ➞ 51,66 milioni di dollari;
- Valore medio EBITDA delle target pre deal ➞ 13,78 milioni di dollari.
Al fine di rilevare un grado di comparabilità maggiore tra i campioni, si è proceduto alla determinazione del multiplo TV/SALES per transazione e la relativa media di campione, ripetuta nella tabella che segue:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquiror Name</th>
<th>Deal Value (mn$)</th>
<th>SALES Target pre deal (mn$)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongjia Technology Co Ltd</td>
<td>65,42</td>
<td>57,80</td>
<td>1,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>37,75</td>
<td>68,30</td>
<td>0,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Igas Energy PLC</td>
<td>Kerogen Capital Asia Ltd</td>
<td>35,65</td>
<td>42,20</td>
<td>0,84</td>
</tr>
<tr>
<td>Woongjin Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>35,44</td>
<td>145,30</td>
<td>0,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Stanmore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>34,74</td>
<td>105,10</td>
<td>0,33</td>
</tr>
<tr>
<td>GTPL Hathway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,31</td>
<td>169,30</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>68,40</td>
<td>0,37</td>
</tr>
<tr>
<td>Sino Oil And Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>18,26</td>
<td>68,20</td>
<td>0,27</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>14,30</td>
<td>33,70</td>
<td>0,42</td>
</tr>
<tr>
<td>MC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,85</td>
<td>1,77</td>
<td>6,13</td>
</tr>
<tr>
<td>EWK Inc</td>
<td>Banko Co Ltd</td>
<td>8,44</td>
<td>21,40</td>
<td>0,39</td>
</tr>
<tr>
<td>HLB Life Science Co LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisors LP</td>
<td>6,92</td>
<td>34,70</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSONIC Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>6,55</td>
<td>35,50</td>
<td>0,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>6,35</td>
<td>16,00</td>
<td>0,40</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTECH Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>4,70</td>
<td>16,00</td>
<td>0,29</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>4,35</td>
<td>5,30</td>
<td>0,78</td>
</tr>
<tr>
<td>CMX Global Ltd</td>
<td>Silver Ally Enterprises Ltd</td>
<td>4,02</td>
<td>22,50</td>
<td>0,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Atrum Coal Ltd</td>
<td>3,00</td>
<td>18,40</td>
<td>0,16</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 19,71 51,66 0,73

- Valore medio del multiplo TV/SALES → **0,73xSALES**

Un confronto maggiormente immediato fra le medie dei campioni in questione è proposto di seguito:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Valore deal (mn$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES target pre deal (mn$)</th>
<th>EBITDA target pre deal (mn$)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Campione transazioni con Target private</td>
<td>23,54</td>
<td>20,96%</td>
<td>51,15</td>
<td>13,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Campione transazioni con Target pubbliche</td>
<td>19,71</td>
<td>18,78%</td>
<td>51,66</td>
<td>13,78</td>
</tr>
</tbody>
</table>

In particolare è possibile notare come le rispettive medie di entrambi i campioni, relative ai ricavi di vendita e all’EBITDA della società obiettivo risultati dall’ultimo bilancio approvato antecedente all’offerta, abbiano un intorno inferiore al milione di dollari. Inoltre, la circostanza in cui il dato medio relativo all’EBITDA risulti simile, denota come le target dei campioni abbiano, in media, valori altrettanto simili per quanto concerne:
• Costi del venduto;
• Altre spese di gestione;
• Ammortamenti e svalutazioni.

A questo punto dell’analisi, si può iniziare a ragionare sulla determinazione dello sconto di liquidità settoriale percepito in media dalla società acquirente nell’acquisizione di pacchetti di minoranza dell’equity della società obiettivo.

Per effettuare questo tipo di valutazione, si è optato per procedere alla normalizzazione del valore del deal per transazione, secondo una data e univoca variazione percentuale dello stock equity della società target in sede di acquisto.

La motivazione che ha spinto verso tale tipo di soluzione è ricollegabile alla diversità della media del deal stock coinvolto nelle transazioni comparabili dei due campioni.

La normalizzazione del deal value al variation stock desiderato ha riguardato in primis il campione delle transazioni aventi a oggetto società Target private:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m€)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m€)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valorem SAS</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>63,34</td>
<td>28,50%</td>
<td>20,00%</td>
<td>44,45</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunsea Group Pte Ltd</td>
<td>Banpu PLC</td>
<td>55,65</td>
<td>25,70%</td>
<td>20,00%</td>
<td>43,31</td>
</tr>
<tr>
<td>Gimcheon Energy Service Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package Co</td>
<td>50,70</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>50,70</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Bingliangshan Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>42,07</td>
<td>29,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Oldkhai SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>36,40</td>
<td>21,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changchun Snoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>25,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,08</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd</td>
<td>32,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,30</td>
</tr>
<tr>
<td>SurePro AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>23,12</td>
<td>14,60%</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>18,92</td>
<td>13,04%</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,74</td>
</tr>
<tr>
<td>Impact Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>15,00</td>
<td>25,20%</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Yilinghengy Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,18</td>
<td>10,07%</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Optin Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd</td>
<td>9,90</td>
<td>31,07%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,37</td>
</tr>
<tr>
<td>Unicoa Energia SA</td>
<td>Performa Investimentos Ltd</td>
<td>9,35</td>
<td>15,23%</td>
<td>20,00%</td>
<td>12,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen YiNing Cultural Development Co Ltd</td>
<td>6,44</td>
<td>25,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,15</td>
</tr>
<tr>
<td>Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unknown Buyer</td>
<td>4,27</td>
<td>10,21%</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,36</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing He Ru Tian Yang Investment Management Cent</td>
<td>3,81</td>
<td>21,03%</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,62</td>
</tr>
<tr>
<td>Eco2000 SL</td>
<td>Sinopec Capital SCR SA</td>
<td>3,56</td>
<td>22,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Offield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,02</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,02</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA**: 23,54 20,96% 20,00% 22,02

Nonostante nella maggior parte dei frangenti l’acquisto abbia riguardato una frazione di equity pari a un intorno semi circoscritto del 20%, come tra l’altro confermato dalla media del 20,96% circa i deals con target non quotate, risulterebbe fuorviante far coincidere lo sconto di liquidità percepito dalla società X che ha acquisito un pacchetto del 29,5% di una target, con lo sconto percepito dalla società Y la quale acquisizione abbia coinvolto il 18% di una target differente.
Logicamente si è mossi dal concetto secondo il quale, al crescere dello stock equity acquisito, aumenterebbe lo sconto di liquidità, specialmente nei deals in cui risultano coinvolte società private.

In questo caso, la variazione dello stock equity desiderata è stata fatta coincidere con il 20% per ogni transazione.

La normalizzazione del deal value è avvenuta nel seguente modo:

\[
\text{Deal Value normalizzato al variation stock desiderato}_{x} = \frac{\text{Valore deal}_{x}}{\text{Deal Stock}_{x}} \times 20\%
\]

L’operazione di normalizzazione è stata dunqueripetuta per il settore, in transazioniche abbiano coinvolto il campione di società obiettivo pubblicamente negoziate.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquiror Name</th>
<th>Deal Value (miliardi $)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (miliardi $)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongja Technology Co Ltd</td>
<td>65,42</td>
<td>16,075</td>
<td>20,00%</td>
<td>78,49</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>37,75</td>
<td>21,10%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,08</td>
</tr>
<tr>
<td>iGas Energy PLC</td>
<td>Kogen Capital Asia Ltd</td>
<td>35,65</td>
<td>21,22%</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Woongjin Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>35,44</td>
<td>26,13%</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,23</td>
</tr>
<tr>
<td>Starmore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>34,74</td>
<td>19,90%</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,91</td>
</tr>
<tr>
<td>GTP Hathway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,31</td>
<td>25,64%</td>
<td>20,00%</td>
<td>25,98</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>15,40%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,47</td>
</tr>
<tr>
<td>Sino Oil And Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>18,26</td>
<td>15,65%</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,93</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>14,30</td>
<td>21,83%</td>
<td>20,00%</td>
<td>13,10</td>
</tr>
<tr>
<td>NC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,85</td>
<td>15,18%</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,30</td>
</tr>
<tr>
<td>EWK Inc</td>
<td>Banko Co Ltd</td>
<td>8,44</td>
<td>17,57%</td>
<td>20,00%</td>
<td>9,61</td>
</tr>
<tr>
<td>HLB Life Science CO.LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisers LP</td>
<td>6,92</td>
<td>20,54%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,74</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSOCO Co. Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>6,55</td>
<td>17,74%</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>6,35</td>
<td>18,72%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,78</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTECH Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>4,70</td>
<td>14,87%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,32</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>4,15</td>
<td>15,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,53</td>
</tr>
<tr>
<td>CWX Global Ltd</td>
<td>Silver Ally Enterprises Ltd</td>
<td>4,02</td>
<td>10,21%</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,87</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Altrium Coal Ltd</td>
<td>3,00</td>
<td>26,68%</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,25</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| MEDIA                        | 19,71                          | 18,78%                  | 20,00%     | 20,55                             |

La ricerca condotta ha l’obiettivo di determinare la misura della media degli sconti di liquidità attraverso l’applicazione dei multipli.

Fino a questo momento è stato coinvolto il multiplo TV/SALES al fine di determinare una solida comparabilità tra i campioni delle transazioni riguardanti operazioni con società Target private (campione 1) e società Target quotate (campione 2).

La possibilità di applicare un multiplo equity side alle società obiettivo del campione 1 è un’ipotesi da non prendere in considerazione. Come si è avuto modo di approfondire durante l’elaborato, tali multipli si basano prettamente sulla capitalizzazione di mercato della società oggetto di valutazione. Le società private, non essendo pubblicamente negoziate, dunque non
essendo quote, non possiedono un market cap.\(^{164}\) sulla base del quale si possono applicare elaborazioni matematiche al fine di valutare il capitale economico aziendale.

In tale frangente, dunque, l’unica via percorribile al fine di una valutazione economica, è l’applicazione di un approccio asset side, nello specifico, del multiplo EV/EBITDA.

La normalizzazione del deal value è risultata utile, oltre che per stabilire la comparabilità tra i campioni, anche per la determinazione dell’Enterprise Value nel seguente modo:

\[
\text{Enterprise Value}_{\text{c}} = \frac{\text{Deal Value normalizzato}_{\text{c}}}{\text{Variation Stock Equity desiderata}}
\]

Una volta determinato l’Enterprise Value delle società target, è stato possibile ricavare i multipli EV/EBITDA e la relativa media per entrambi i campioni, come di seguito illustrato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$m)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$m)</th>
<th>EV/EBITDA Target non quote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valorem SAS</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>27,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>44,45</td>
<td>8,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunseap Group Pte Ltd</td>
<td>Banpu PCL</td>
<td>7,71</td>
<td>20,00%</td>
<td>43,31</td>
<td>8,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Gimscheon Energy Service Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package Co</td>
<td>10,97</td>
<td>20,00%</td>
<td>50,70</td>
<td>23,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Bingjiangshan Hydro-Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan-Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>22,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,01</td>
<td>6,42</td>
</tr>
<tr>
<td>Oldelal SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>18,82</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,67</td>
<td>9,21</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>44,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,08</td>
<td>3,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzhen Jimi Decoration Group Co Ltd</td>
<td>8,53</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,90</td>
<td>19,28</td>
</tr>
<tr>
<td>SunPine AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>35,63</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,67</td>
<td>4,44</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>10,42</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,74</td>
<td>13,31</td>
</tr>
<tr>
<td>Impact Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>6,69</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,90</td>
<td>8,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Yilong Hengye Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>8,55</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,22</td>
<td>11,82</td>
</tr>
<tr>
<td>Optin Solar Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Hu Surplus Electronics Co Ltd</td>
<td>5,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,37</td>
<td>6,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Unicorn Energy SA</td>
<td>Performa Investments Ltd</td>
<td>2,05</td>
<td>20,00%</td>
<td>12,00</td>
<td>29,34</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen Yinji Cultural Development Co Ltd</td>
<td>8,58</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,15</td>
<td>3,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>4,12</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,36</td>
<td>10,15</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent</td>
<td>6,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,62</td>
<td>2,66</td>
</tr>
<tr>
<td>Eolica 2000 S</td>
<td>Sinoco Capital SOR SA</td>
<td>4,43</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,14</td>
<td>3,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Oilfield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,85</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,02</td>
<td>3,54</td>
</tr>
</tbody>
</table>

| **MEDIA** | **10,79** |

La media del multiplo EV/EBITDA del campione di transazioni di società target non quote è risultata essere 10,79xEBITDA.\(^{165}\)

---

\(^{164}\) Capitalizzazione di mercato.

\(^{165}\) Il valore dell’Enterprise Value ha girato 10,79 volte l’EBITDA.
Nella tabella seguente sono illustrati i multipli appartenenti al campione delle transazioni comparabili di società target quotate sul mercato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m€$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m€$)</th>
<th>EV/EBITDA Target quote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongjia Technology Co Ltd</td>
<td>8,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>78,49</td>
<td>49,06</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>34,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,68</td>
<td>4,75</td>
</tr>
<tr>
<td>iGas Energy PLC</td>
<td>Keneg Capital Asia Ltd</td>
<td>14,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,60</td>
<td>11,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Woongjin Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>13,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,13</td>
<td>9,97</td>
</tr>
<tr>
<td>Stamore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>22,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,91</td>
<td>7,90</td>
</tr>
<tr>
<td>GTPL Hathway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>25,98</td>
<td>2,86</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,47</td>
<td>6,49</td>
</tr>
<tr>
<td>Sno Oil And Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>27,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,93</td>
<td>4,03</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>21,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>13,10</td>
<td>3,09</td>
</tr>
<tr>
<td>MC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>14,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,10</td>
<td>4,90</td>
</tr>
<tr>
<td>EWK Inc</td>
<td>Barlo Co Ltd</td>
<td>2,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>9,61</td>
<td>18,48</td>
</tr>
<tr>
<td>HIL Life Science CO LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisors LP</td>
<td>1,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,74</td>
<td>17,73</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSONIC Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>3,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,08</td>
<td>15,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>8,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,78</td>
<td>4,04</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTECH Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>2,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,32</td>
<td>15,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>1,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,53</td>
<td>21,28</td>
</tr>
<tr>
<td>CDX Global Ltd</td>
<td>Silver City Enterprises Ltd</td>
<td>1,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,07</td>
<td>24,61</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Atrum Coal Ltd</td>
<td>0,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>1,25</td>
<td>37,48</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 14,34

Come si può notare, l’EV medio risulta 14,34 volte superiore al valore medio dell’EBITDA (14,34\times EBITDA).

Si può procedere così alla determinazione dello sconto di liquidità del settore Energy&Utilities percepito dalle società acquiror per transazioni aventi a oggetto società target non quotate, piuttosto che l’acquisto di pacchetti di minoranza di società target quotate, tramite il seguente rapporto:

\[
\text{Sconto di liquidità medio di settore}^{E\&U} = \left( \frac{\text{EV/EBITDA}_\text{quotate}}{\text{EV/EBITDA}_\text{non quotate}} \right) - 1 \% 
\]

Ovvero:

\[
\text{Sconto di liquidità medio di settore}^{E\&U} = \left( \frac{14,34}{10,79} \right) - 1 \% 
\]

\[
\text{Sconto di liquidità medio di settore}^{E\&U} = 32,90\%
\]
3.10 Settore Information Technology

La ricerca, intrapresa all’interno del settore *Information Technology*, è stata condotta in linea con la metodologia applicata per il settore *Energy&Utilities*, precedentemente affrontato.

Sulla base di tale considerazione, si illustra, di seguito, la ricerca effettuata nello specifico settore. I *panels* proposti evidenziano i passaggi compiuti al fine di determinare la media degli sconti di liquidità percepiti da società acquiror che hanno effettuato operazioni di mergers and acquisitions; in particolare l’acquisto di pacchetti di minoranza, negli ultimi cinque anni all’interno del settore.

*Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target non quotate*
Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target quotate

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES Target pre deal (m$)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment Co</td>
<td>Netmarble Corp</td>
<td>189.79</td>
<td>Cash</td>
<td>25.71%</td>
<td>86.32</td>
<td>31.09</td>
<td>2.20</td>
</tr>
<tr>
<td>Message4u Pty Ltd</td>
<td>Mercury Capital Pty Ltd</td>
<td>185.55</td>
<td>Cash</td>
<td>30.05%</td>
<td>60.76</td>
<td>19.92</td>
<td>3.05</td>
</tr>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment Co</td>
<td>STIC Investment Inc</td>
<td>91.17</td>
<td>Cash</td>
<td>12.00%</td>
<td>86.32</td>
<td>31.09</td>
<td>1.06</td>
</tr>
<tr>
<td>WangAnTel Inc</td>
<td>Snam Inc</td>
<td>46.17</td>
<td>Cash</td>
<td>11.44%</td>
<td>139.70</td>
<td>48.90</td>
<td>0.33</td>
</tr>
<tr>
<td>LS Cable &amp; System Asia Ltd</td>
<td>KHI No3 Private Equity Fund</td>
<td>45.73</td>
<td>Cash</td>
<td>19.62%</td>
<td>170.69</td>
<td>9.72</td>
<td>0.27</td>
</tr>
<tr>
<td>Medit Corp</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45.61</td>
<td>Cash</td>
<td>15.00%</td>
<td>29.41</td>
<td>9.42</td>
<td>1.55</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Data Solution Co Ltd</td>
<td>Shanghai Yinghang Investment Management Ltd</td>
<td>43.87</td>
<td>Cash</td>
<td>30.00%</td>
<td>63.48</td>
<td>12.10</td>
<td>0.67</td>
</tr>
<tr>
<td>CDLS Data System Co Ltd</td>
<td>Beijing E-Hualai Leading Investment Management Co L</td>
<td>38.55</td>
<td>Cash</td>
<td>29.56%</td>
<td>29.83</td>
<td>13.30</td>
<td>1.29</td>
</tr>
<tr>
<td>PRO PayTech Ltd</td>
<td>Bharat Petroleum Corp Ltd</td>
<td>37.58</td>
<td>Cash</td>
<td>21.00%</td>
<td>44.38</td>
<td>6.86</td>
<td>0.85</td>
</tr>
<tr>
<td>Winning Internet Technology Co Ltd</td>
<td>Amt Financial Services Group</td>
<td>30.05</td>
<td>Cash</td>
<td>30.00%</td>
<td>192.40</td>
<td>45.10</td>
<td>0.16</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Fushun Micro-Electronics Co Ltd</td>
<td>Fujian Electronics &amp; Information Group Co Ltd</td>
<td>21.95</td>
<td>Cash</td>
<td>30.00%</td>
<td>27.48</td>
<td>2.20</td>
<td>0.80</td>
</tr>
<tr>
<td>Suzan Balboa Information Technology Co Ltd</td>
<td>Liang China Co Ltd</td>
<td>16.89</td>
<td>Cash</td>
<td>20.00%</td>
<td>15.39</td>
<td>2.30</td>
<td>1.10</td>
</tr>
<tr>
<td>TNI Factory</td>
<td>KB Cape No3 PEF</td>
<td>16.53</td>
<td>Cash</td>
<td>28.84%</td>
<td>14.73</td>
<td>1.79</td>
<td>1.12</td>
</tr>
<tr>
<td>Maple Semiconductor Inc</td>
<td>Wedge Industrial Co</td>
<td>15.44</td>
<td>Cash</td>
<td>25.00%</td>
<td>39.02</td>
<td>4.47</td>
<td>0.40</td>
</tr>
<tr>
<td>Dominant Optic Technologies Sdn Bhd</td>
<td>Epistar Corp</td>
<td>14.53</td>
<td>Cash</td>
<td>10.00%</td>
<td>120.55</td>
<td>5.60</td>
<td>0.12</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Wuxin Co Ltd</td>
<td>Tianjin-Futong Xinxiao Science &amp; Technology Co Ltd</td>
<td>13.87</td>
<td>Cash</td>
<td>10.00%</td>
<td>14.80</td>
<td>3.90</td>
<td>0.34</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd</td>
<td>Yuman Nanlian Electronics Information Co Ltd</td>
<td>13.62</td>
<td>Cash</td>
<td>28.54%</td>
<td>14.48</td>
<td>3.06</td>
<td>0.94</td>
</tr>
<tr>
<td>Chengdu Sobey Digital Technology Co Ltd</td>
<td>Oriental Pearl Group Co Ltd</td>
<td>13.57</td>
<td>Cash</td>
<td>11.80%</td>
<td>116.20</td>
<td>7.50</td>
<td>0.22</td>
</tr>
<tr>
<td>Dawonon G Co Ltd</td>
<td>Kakin Corp</td>
<td>11.40</td>
<td>Cash</td>
<td>19.80%</td>
<td>106.80</td>
<td>12.90</td>
<td>0.13</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Yang Digital Technology Co Ltd</td>
<td>Sichuan Victory Precision Manufacture Co Ltd</td>
<td>12.18</td>
<td>Cash</td>
<td>20.00%</td>
<td>185.76</td>
<td>4.20</td>
<td>0.07</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Youyang Technology Co Ltd</td>
<td>Hengtong Opto-electric Co Ltd</td>
<td>12.34</td>
<td>Cash</td>
<td>20.00%</td>
<td>20.04</td>
<td>11.00</td>
<td>0.59</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Hyde Software Co Ltd</td>
<td>Ping An Healthcare and Technology Co Ltd</td>
<td>11.68</td>
<td>Cash</td>
<td>11.37%</td>
<td>14.87</td>
<td>2.15</td>
<td>0.79</td>
</tr>
<tr>
<td>Sapo Systems Co Ltd</td>
<td>SADJHAEPVO Corp</td>
<td>10.11</td>
<td>Cash</td>
<td>16.00%</td>
<td>11.44</td>
<td>6.37</td>
<td>0.88</td>
</tr>
</tbody>
</table>

MEDIA 20.69% 69.90 12.81 0.84
### Campione di transazioni tra acquisitor e target quotato

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES Target pre deal (m$)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Positron Technology Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>154.90</td>
<td>Cash</td>
<td>27.50%</td>
<td>117.70</td>
<td>26.90</td>
<td>1.35</td>
</tr>
<tr>
<td>Ourgame International Holdings Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>145.76</td>
<td>Cash</td>
<td>38.36%</td>
<td>77.80</td>
<td>18.00</td>
<td>1.87</td>
</tr>
<tr>
<td>Jiangsu Leke Defense Technology Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>105.77</td>
<td>Cash</td>
<td>31.68%</td>
<td>114.80</td>
<td>27.20</td>
<td>0.92</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Huirun Technology Inc</td>
<td>Hangzhou Finance And Investment Group Co Ltd</td>
<td>90.10</td>
<td>Cash</td>
<td>24.80%</td>
<td>40.50</td>
<td>7.00</td>
<td>2.22</td>
</tr>
<tr>
<td>Tesna Inc</td>
<td>Al Tree Private Equity Fund</td>
<td>87.08</td>
<td>Cash</td>
<td>29.99%</td>
<td>59.30</td>
<td>29.30</td>
<td>1.47</td>
</tr>
<tr>
<td>Biospring Science and Technology Co Ltd</td>
<td>Liaoning Guake Industry Co Ltd</td>
<td>82.69</td>
<td>Cash</td>
<td>29.00%</td>
<td>63.40</td>
<td>5.30</td>
<td>1.30</td>
</tr>
<tr>
<td>Blancco Technology Group PLC</td>
<td>Peel Hunt LLP</td>
<td>70.74</td>
<td>Cash</td>
<td>26.40%</td>
<td>23.70</td>
<td>6.50</td>
<td>2.98</td>
</tr>
<tr>
<td>S-MAC Co Ltd/Korea</td>
<td>Agragen Healthcare &amp; Games Inc</td>
<td>46.32</td>
<td>Cash</td>
<td>22.57%</td>
<td>128.50</td>
<td>20.70</td>
<td>0.56</td>
</tr>
<tr>
<td>Suchou Medical System Technology Co Ltd</td>
<td>Anyang Asset Management Hangzhou Co Ltd</td>
<td>39.83</td>
<td>Cash</td>
<td>10.39%</td>
<td>48.80</td>
<td>11.50</td>
<td>0.82</td>
</tr>
<tr>
<td>Funcom Se</td>
<td>Tencent Holdings Ltd</td>
<td>38.72</td>
<td>Cash</td>
<td>29.00%</td>
<td>33.80</td>
<td>17.70</td>
<td>1.15</td>
</tr>
<tr>
<td>Double Standard Inc</td>
<td>SBI Holdings Inc/Japan</td>
<td>38.65</td>
<td>Cash</td>
<td>15.13%</td>
<td>18.00</td>
<td>5.30</td>
<td>2.8</td>
</tr>
<tr>
<td>Deman-Can Co Ltd</td>
<td>LINE Corp</td>
<td>38.56</td>
<td>Cash</td>
<td>20.00%</td>
<td>31.00</td>
<td>7.10</td>
<td>1.24</td>
</tr>
<tr>
<td>JoyCity Corp</td>
<td>nDream Co Ltd</td>
<td>37.45</td>
<td>Cash</td>
<td>12.00%</td>
<td>44.20</td>
<td>7.30</td>
<td>0.85</td>
</tr>
<tr>
<td>Solista Co Ltd</td>
<td>Dusan Networks Inc</td>
<td>35.34</td>
<td>Cash</td>
<td>27.21%</td>
<td>81.90</td>
<td>5.80</td>
<td>0.43</td>
</tr>
<tr>
<td>Game Music Corp</td>
<td>LG Uplus Corp</td>
<td>23.39</td>
<td>Cash</td>
<td>15.00%</td>
<td>96.00</td>
<td>6.80</td>
<td>0.24</td>
</tr>
<tr>
<td>Yangt DRJ Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>22.25</td>
<td>Cash</td>
<td>19.01%</td>
<td>113.10</td>
<td>7.03</td>
<td>0.20</td>
</tr>
<tr>
<td>YD Online Corp</td>
<td>Cloud Magic Co Ltd</td>
<td>22.02</td>
<td>Cash</td>
<td>22.43%</td>
<td>32.30</td>
<td>2.20</td>
<td>0.68</td>
</tr>
<tr>
<td>JEP Holdings Ltd</td>
<td>LIMS Holdings Ltd</td>
<td>21.35</td>
<td>Cash</td>
<td>29.50%</td>
<td>63.60</td>
<td>4.70</td>
<td>0.34</td>
</tr>
<tr>
<td>LS Laxarv PCL</td>
<td>Advanced Info Service PCL</td>
<td>20.46</td>
<td>Cash</td>
<td>14.14%</td>
<td>82.00</td>
<td>16.70</td>
<td>0.25</td>
</tr>
<tr>
<td>Ourgame International Holdings Ltd</td>
<td>Total Victory Global Ltd</td>
<td>20.13</td>
<td>Cash</td>
<td>10.80%</td>
<td>132.00</td>
<td>23.40</td>
<td>0.15</td>
</tr>
<tr>
<td>V-Cube Inc</td>
<td>Regional Economy Vitalization Corp of Japan</td>
<td>13.20</td>
<td>Cash</td>
<td>12.34%</td>
<td>66.00</td>
<td>10.30</td>
<td>0.20</td>
</tr>
<tr>
<td>SMARTMAX Co Ltd</td>
<td>Eco BM Investment Association Hei</td>
<td>11.00</td>
<td>Cash</td>
<td>15.07%</td>
<td>102.50</td>
<td>6.40</td>
<td>0.11</td>
</tr>
<tr>
<td>Nippon RAD Inc</td>
<td>Advantech Co Ltd</td>
<td>10.38</td>
<td>Cash</td>
<td>18.75%</td>
<td>29.80</td>
<td>2.00</td>
<td>0.35</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 20.49% 69.67 11.94 0.94

### Campione di transazioni tra acquisitor e target non quotato

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$)</th>
<th>TV/EBITDA Target non quotato</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment Co</td>
<td>Netmarble Corp</td>
<td>189.79</td>
<td>25.71%</td>
<td>31.09</td>
<td>20.00</td>
<td>147.64</td>
<td>21.74</td>
</tr>
<tr>
<td>Message4u Pty Ltd</td>
<td>Mercury Capital Pty Ltd</td>
<td>185.55</td>
<td>30.00%</td>
<td>19.92</td>
<td>20.00</td>
<td>123.70</td>
<td>31.05</td>
</tr>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment Co</td>
<td>STIC Investment Inc</td>
<td>91.17</td>
<td>12.00%</td>
<td>31.09</td>
<td>20.00</td>
<td>151.95</td>
<td>24.44</td>
</tr>
<tr>
<td>WingArc1 Ltd</td>
<td>Samsan Inc</td>
<td>46.17</td>
<td>11.44%</td>
<td>48.90</td>
<td>20.00</td>
<td>80.72</td>
<td>8.25</td>
</tr>
<tr>
<td>LS Cube &amp; System Asia Ltd</td>
<td>KTH/Reed Private Equity Fund</td>
<td>45.73</td>
<td>19.62%</td>
<td>9.72</td>
<td>20.00</td>
<td>46.62</td>
<td>23.98</td>
</tr>
<tr>
<td>Medix Corp</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45.61</td>
<td>15.00%</td>
<td>9.42</td>
<td>20.00</td>
<td>60.81</td>
<td>32.28</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Data Solution Co Ltd</td>
<td>Shanghai Yingdong Investment Management Ltd</td>
<td>43.67</td>
<td>30.00%</td>
<td>12.10</td>
<td>20.00</td>
<td>29.35</td>
<td>12.09</td>
</tr>
<tr>
<td>ODS Data System Co Ltd</td>
<td>Beijing I-Kuasa Leading Investment Management Co-L</td>
<td>38.55</td>
<td>29.76%</td>
<td>13.30</td>
<td>20.00</td>
<td>25.91</td>
<td>9.74</td>
</tr>
<tr>
<td>FIND PayTech Ltd</td>
<td>Bharat Petroleum Corp Ltd</td>
<td>37.58</td>
<td>21.00%</td>
<td>6.86</td>
<td>20.00</td>
<td>35.79</td>
<td>26.09</td>
</tr>
<tr>
<td>Winning Internet Technology Co Ltd</td>
<td>Ant Financial Services Group</td>
<td>30.05</td>
<td>30.00%</td>
<td>45.10</td>
<td>20.00</td>
<td>20.03</td>
<td>22.72</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Fushan Micro Electronic Co Ltd</td>
<td>Fujian Electronics &amp; Information Group Co Ltd</td>
<td>21.95</td>
<td>30.00%</td>
<td>2.20</td>
<td>20.00</td>
<td>14.63</td>
<td>33.26</td>
</tr>
<tr>
<td>Suzan Balboa Information Technology Co Ltd</td>
<td>Lianfang China Ltd</td>
<td>16.89</td>
<td>20.00%</td>
<td>2.30</td>
<td>20.00</td>
<td>16.89</td>
<td>36.72</td>
</tr>
<tr>
<td>TH Factory</td>
<td>KB Cape No CPEF</td>
<td>16.53</td>
<td>28.84%</td>
<td>1.79</td>
<td>20.00</td>
<td>11.46</td>
<td>32.02</td>
</tr>
<tr>
<td>Maple Semiconductor Inc</td>
<td>Wedge Industrial Co Ltd</td>
<td>15.44</td>
<td>25.00%</td>
<td>4.47</td>
<td>20.00</td>
<td>12.35</td>
<td>13.82</td>
</tr>
<tr>
<td>Domant Opto Technologies Sdn Bhd</td>
<td>Esital Corp</td>
<td>14.53</td>
<td>10.00%</td>
<td>5.60</td>
<td>20.00</td>
<td>29.06</td>
<td>25.95</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Wicenet Co Ltd</td>
<td>Tianjin Futong Xinxiao Science &amp; Technology Co Ltd</td>
<td>13.87</td>
<td>10.00%</td>
<td>3.30</td>
<td>20.00</td>
<td>27.74</td>
<td>42.03</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd</td>
<td>Yuman Niantian Electronics Information Co Ltd</td>
<td>13.62</td>
<td>28.54%</td>
<td>3.06</td>
<td>20.00</td>
<td>9.54</td>
<td>15.60</td>
</tr>
<tr>
<td>Chengdu Soby Digital Technology Co Ltd</td>
<td>Oriental Pearl Group Co Ltd</td>
<td>13.57</td>
<td>11.80%</td>
<td>7.50</td>
<td>20.00</td>
<td>23.00</td>
<td>15.33</td>
</tr>
<tr>
<td>Dawon CI Co Ltd</td>
<td>Rakaon Corp</td>
<td>13.40</td>
<td>19.80%</td>
<td>12.90</td>
<td>20.00</td>
<td>13.34</td>
<td>5.25</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Yang Digital Technology Co Ltd</td>
<td>Suchua Victory Precision Manufacture Co Ltd</td>
<td>13.18</td>
<td>20.00%</td>
<td>4.20</td>
<td>20.00</td>
<td>13.18</td>
<td>15.69</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Youwang Technology Co Ltd</td>
<td>Hengtong Opto-electric Co Ltd</td>
<td>12.34</td>
<td>20.00%</td>
<td>13.00</td>
<td>20.00</td>
<td>12.34</td>
<td>4.75</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Hyde Software Corp Ltd</td>
<td>Ping An Healthcare and Technology Co Ltd</td>
<td>11.68</td>
<td>13.37%</td>
<td>2.55</td>
<td>20.00</td>
<td>20.55</td>
<td>40.28</td>
</tr>
<tr>
<td>Sapi Systems Co Ltd</td>
<td>SAIC/HAI POC Corp</td>
<td>10.11</td>
<td>16.00%</td>
<td>4.37</td>
<td>20.00</td>
<td>12.64</td>
<td>14.46</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 21.26
Infatti, cembre il settore Food&Beverage.


Infatti, come precedentemente illustrato per i settori Energy&Utilities e Information Technology, si riportano, di seguito, i panels riguardanti la ricerca all’interno del settore Food&Beverage e la conseguente determinazione degli sconti di liquidità medi percepiti dalle acquiror in transazioni di pacchetti di minoranza di società non cotizzate.

Sconto di liquidità medio di settore\textsubscript{IT} = \left( \frac{26.07}{21.26} - 1 \right) \%

Sconto di liquidità medio di settore\textsubscript{IT} = 22.62\%
Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target non quotate

Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target quotate
### CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUISITORI E TARGET NON QUOTATE

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES Target pre deal (m$m)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Breaddog PLC</td>
<td>TSG Consumer Partners LLC</td>
<td>123,85</td>
<td>Cash</td>
<td>88.75</td>
<td>9.7</td>
<td>1.40</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Tibet Highland Natural Water Ltd</td>
<td>Tibet Water Resources Ltd</td>
<td>62,45</td>
<td>Cash</td>
<td>45.32</td>
<td>19.87</td>
<td>1.38</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Supercrobs</td>
<td>Charoen Pokphand Foods PCL</td>
<td>47,46</td>
<td>Cash</td>
<td>193,00</td>
<td>11.90</td>
<td>0.25</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Guolin Seamed Food Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>42,00</td>
<td>Cash</td>
<td>95.00</td>
<td>16.50</td>
<td>0.44</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Sula Vineyards Pvt Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>39,30</td>
<td>Cash</td>
<td>58.62</td>
<td>6.19</td>
<td>0.67</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>BS&amp;C Imprendimenti e Participaces</td>
<td>International Finance Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>Cash</td>
<td>114.54</td>
<td>32.75</td>
<td>0.22</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Gardenia Bakersies IC Sdn Bhd</td>
<td>Restu Jernih Sdn Bhd</td>
<td>21,30</td>
<td>Cash</td>
<td>213.81</td>
<td>15.22</td>
<td>0.10</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>NR Instant Produce Co Ltd</td>
<td>Dual Think PCL</td>
<td>21,09</td>
<td>Cash</td>
<td>30.20</td>
<td>5.22</td>
<td>0.70</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Innis &amp; Gunn Brewing Co Ltd/The</td>
<td>Catterton Partners Corp</td>
<td>19,53</td>
<td>Cash</td>
<td>16.95</td>
<td>1.25</td>
<td>1.16</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Ming Wei Industrial Inc</td>
<td>Yalong Superports Co Ltd</td>
<td>10,50</td>
<td>Cash</td>
<td>22.88</td>
<td>5.60</td>
<td>0.46</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Premium Vegetable Oil Sdn Bhd</td>
<td>J-WK Mbk Inc</td>
<td>8,80</td>
<td>Cash</td>
<td>148.17</td>
<td>6.97</td>
<td>0.06</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Mille Dairy Shanghai Co Ltd</td>
<td>Jiafa Labi Maternity &amp; Baby Articles Co Ltd</td>
<td>5,09</td>
<td>Cash</td>
<td>17.96</td>
<td>2.78</td>
<td>0.28</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Royale Marine Imp Ex Pvt Ltd</td>
<td>Zhanjiang Guilian Aquatic Products Co Ltd</td>
<td>4,00</td>
<td>Cash</td>
<td>37.50</td>
<td>3.40</td>
<td>0.11</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Jiangmen Sheng He Tang Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>1,11</td>
<td>Cash</td>
<td>45.20</td>
<td>9.10</td>
<td>0.04</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Thammachat Seafood Retail Co Ltd</td>
<td>Thai Union Group PCL</td>
<td>1,12</td>
<td>Cash</td>
<td>20.21</td>
<td>1.10</td>
<td>0.06</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 19.80% 76.93 9.85 0.49

### CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUISITORI E TARGET QUOTATE

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES Target pre-deal (m$m)</th>
<th>EBITDA Target pre-deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Albaicat SA</td>
<td>BSA SA</td>
<td>98,13</td>
<td>Cash</td>
<td>111,10</td>
<td>10,70</td>
<td>0.88</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Tianyan International Holdings Ltd</td>
<td>Sichuan Development Holdings Co Ltd</td>
<td>53,34</td>
<td>Cash</td>
<td>110,40</td>
<td>26,50</td>
<td>0.48</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Awasaki Investment Holdings</td>
<td>51,96</td>
<td>Cash</td>
<td>47,80</td>
<td>5,10</td>
<td>1.00</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Victoria Milling Co Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,39</td>
<td>Cash</td>
<td>111,60</td>
<td>39,00</td>
<td>0.41</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Ali Global Investments Gypas PCC Ltd</td>
<td>45,29</td>
<td>Cash</td>
<td>65,30</td>
<td>7,20</td>
<td>0.69</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Tianjin GuiHua 18th Street Moheu Food Co Ltd</td>
<td>Shaanxi International Trust Co Ltd</td>
<td>43,78</td>
<td>Cash</td>
<td>72,00</td>
<td>15,40</td>
<td>0.61</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Qingin Foodstuffs Group Gaoyuan Co Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>29,22</td>
<td>Cash</td>
<td>116,91</td>
<td>10,20</td>
<td>0.25</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Aigong Maternal &amp; Child Health Ltd</td>
<td>Sunhui Global Growth Fund SPC</td>
<td>25,48</td>
<td>Cash</td>
<td>48,60</td>
<td>6,60</td>
<td>0.52</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Hindustan Foods Ltd</td>
<td>Convergent Finance LLP</td>
<td>21,05</td>
<td>Cash</td>
<td>21,50</td>
<td>1,60</td>
<td>1.01</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Spritzer BHD</td>
<td>Dymon Asia Private Equity</td>
<td>15,08</td>
<td>Cash</td>
<td>70,30</td>
<td>12,60</td>
<td>0.21</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Manker Co Ltd</td>
<td>CI Chelilading Corp</td>
<td>13,02</td>
<td>Cash</td>
<td>225,30</td>
<td>14,80</td>
<td>0.06</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Diamond Estates Wines &amp; Spirits Ltd</td>
<td>Lassonde Industries Inc</td>
<td>4,27</td>
<td>Cash</td>
<td>26,70</td>
<td>2,50</td>
<td>0.16</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Kazooshi Co Ltd</td>
<td>JFLA Holdings Inc</td>
<td>2,08</td>
<td>Cash</td>
<td>50,00</td>
<td>0.80</td>
<td>0.06</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>GOYO foods Industry Co Ltd</td>
<td>NCD Capital Co Ltd</td>
<td>2,64</td>
<td>Cash</td>
<td>16,52</td>
<td>1,50</td>
<td>0.17</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Buderm Group Ltd</td>
<td>Asial Mark Development Ltd</td>
<td>1,97</td>
<td>Cash</td>
<td>62,90</td>
<td>3,90</td>
<td>0.03</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 18.24% 77.05 10.56 0.44
<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$)</th>
<th>EV/EBITDA Target non quotate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Brewdog PLC</td>
<td>TSG Consumer Partners LLC</td>
<td>123,85</td>
<td>22,00%</td>
<td>9,97</td>
<td>20,00%</td>
<td>112,59</td>
<td>56,46</td>
</tr>
<tr>
<td>Tibet Highland Natural Water Ltd</td>
<td>Tibet Water Resources Ltd</td>
<td>62,45</td>
<td>13,00%</td>
<td>19,87</td>
<td>20,00%</td>
<td>96,08</td>
<td>24,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Superdrob SA</td>
<td>Charoen Pokphand Foods PCL</td>
<td>47,46</td>
<td>30,00%</td>
<td>11,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,64</td>
<td>13,29</td>
</tr>
<tr>
<td>Guilin Seemloid Foods Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>42,00</td>
<td>25,00%</td>
<td>16,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,60</td>
<td>10,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Sula Vineyards Pvt Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>39,10</td>
<td>19,05%</td>
<td>6,19</td>
<td>20,00%</td>
<td>41,26</td>
<td>33,33</td>
</tr>
<tr>
<td>BS&amp;C Empreendimentos e Participacoes SA</td>
<td>International Finance Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>10,00%</td>
<td>32,75</td>
<td>20,00%</td>
<td>50,00</td>
<td>7,83</td>
</tr>
<tr>
<td>Gardenia Bakeries KL Sdn Bhd</td>
<td>Restu Jernih Sdn Bhd</td>
<td>21,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>15,22</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,10</td>
<td>7,00</td>
</tr>
<tr>
<td>NR Instant Produce Co Ltd</td>
<td>Duuli Thain PCL</td>
<td>21,09</td>
<td>25,90%</td>
<td>5,22</td>
<td>20,00%</td>
<td>16,29</td>
<td>15,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Innis &amp; Gunn Brewing Co Ltd/The</td>
<td>Cotterton Partners Corp</td>
<td>19,53</td>
<td>27,90%</td>
<td>1,25</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,00</td>
<td>56,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Ming Wei Industrial Inc</td>
<td>Yonghua Superstores Co Ltd</td>
<td>10,50</td>
<td>19,89%</td>
<td>5,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,67</td>
<td>9,52</td>
</tr>
<tr>
<td>Premium Vegetable Oils Sdn Bhd</td>
<td>J-Oil Mills Inc</td>
<td>8,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,87</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,80</td>
<td>6,31</td>
</tr>
<tr>
<td>Mille Dairy Shanghai Co Ltd</td>
<td>Jina Labi Maternity &amp; Baby Articles Co Ltd</td>
<td>5,09</td>
<td>14,00%</td>
<td>2,78</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,27</td>
<td>13,08</td>
</tr>
<tr>
<td>Royal Marine Imp Ex Pte Ltd</td>
<td>Zhanjiang Guokan Aquatic Products Co Ltd</td>
<td>4,00</td>
<td>25,30%</td>
<td>3,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,16</td>
<td>4,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Jiaxing Shen Ke Tang Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>1,61</td>
<td>10,00%</td>
<td>9,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,22</td>
<td>1,77</td>
</tr>
<tr>
<td>Thammachat Seafood Retail Co Ltd</td>
<td>Thai Union Group PLC</td>
<td>1,12</td>
<td>15,10%</td>
<td>1,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>1,48</td>
<td>6,74</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 19,80%  9,85%  30,09  17,72%

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$)</th>
<th>EV/EBITDA Target quotate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Albalut SA</td>
<td>BSA SA</td>
<td>98,13</td>
<td>25,40%</td>
<td>10,70</td>
<td>20,00%</td>
<td>77,27</td>
<td>36,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianyan International Holdings Ltd</td>
<td>Sichuan Development Holdings Co Ltd</td>
<td>53,34</td>
<td>27,00%</td>
<td>26,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>39,51</td>
<td>7,45</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Aravali Investment Holdings</td>
<td>51,96</td>
<td>26,10%</td>
<td>5,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>39,82</td>
<td>39,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Victoria Milling Co Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,39</td>
<td>14,80%</td>
<td>39,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>61,34</td>
<td>7,86</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Al Global Investments Cyprus PCC Ltd</td>
<td>45,29</td>
<td>26,00%</td>
<td>7,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,84</td>
<td>24,19</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianjin Guxiaoxing 18th Street Mahua Food Co Ltd</td>
<td>Shaanxi International Trust Co Ltd</td>
<td>43,78</td>
<td>10,00%</td>
<td>15,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>87,56</td>
<td>28,43</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingin Foodstuffs Group Cayman Co Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>29,22</td>
<td>15,46%</td>
<td>10,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>37,80</td>
<td>18,53</td>
</tr>
<tr>
<td>Aigdong Maternal &amp; Child Health Ltd</td>
<td>Suntek Global Growth Fund SPC</td>
<td>25,48</td>
<td>14,30%</td>
<td>6,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>35,64</td>
<td>27,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Hindustan Foods Ltd</td>
<td>Convergent Finance LP</td>
<td>21,65</td>
<td>26,00%</td>
<td>1,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>19,65</td>
<td>52,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Spritzer BHD</td>
<td>Dyman Asia Private Equity</td>
<td>15,08</td>
<td>13,04%</td>
<td>12,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>23,13</td>
<td>9,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Manker Co Ltd</td>
<td>C/OOkedelang Corp</td>
<td>13,02</td>
<td>12,28%</td>
<td>14,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,21</td>
<td>7,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Diamond Estates Wines &amp; Spirits Ltd</td>
<td>Losande Industries Inc</td>
<td>4,17</td>
<td>19,90%</td>
<td>2,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>4,29</td>
<td>8,58</td>
</tr>
<tr>
<td>Kozzushi Co Ltd</td>
<td>JFLA Holdings Inc</td>
<td>2,98</td>
<td>13,70%</td>
<td>0,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>4,35</td>
<td>27,19</td>
</tr>
<tr>
<td>GOYO foods Industry Co Ltd</td>
<td>NDI Capital Ltd</td>
<td>2,64</td>
<td>16,52%</td>
<td>1,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,20</td>
<td>10,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Buderim Group Ltd</td>
<td>Asia Mark Development Ltd</td>
<td>1,97</td>
<td>13,05%</td>
<td>3,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,02</td>
<td>3,87</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 18,24%  10,56  32,64  20,49%

Sconto di liquidità medio del settore\(F&B\) = \(\frac{20,49}{17,72} - 1\)\%

Sconto di liquidità medio del settore\(F&B\) = 15,61\%
**Conclusioni**

Attraverso l’elaborazione del presente lavoro è stato possibile fornire un contributo empirico allo studio degli sconti di liquidità nei seguenti settori: Energy&Utilities, Information Technology (IT) e Food&Beverage.

La tematica degli sconti di liquidità non ha riscontrato grandi risvolti negli studi del passato, le analisi più recenti, inoltre, risalgono a una decina di anni fa. Gli esperti di valutazione hanno focalizzato la loro attenzione principalmente su quelli che sono i premi di controllo derivanti dall’acquisto di pacchetti di maggioranza attraverso operazioni di finanza straordinaria.

Quando si parla di sconti di liquidità, si fa riferimento al valore potenzialmente inferiore attribuito al capitale economico societario, valore concretizzato attraverso la definizione del prezzo che l’acquirente è disposto a pagare per l’acquisto di pacchetti di minoranza dell’equity della target. Lo sconto, come si è avuto modo di trattare nel terzo capitolo, può dipendere da una molteplicità di fattori, ma è sicuramente rilevante nella circostanza in cui il mercato non sia particolarmente liquido per l’ipotetico asset preso in considerazione che si vuole vendere.

Lo studio che si è voluto intraprendere ha avuto il proprio incipit nella ricerca della modalità con la quale si potessero mettere alla luce tali sconti. La via maggiormente indicata per condurre tale tipo di analisi, è risultata nella determinazione degli sconti di liquidità per l’acquisizione di pacchetti di minoranza di società non quotate sul mercato, attraverso un confronto con il prezzo pagato per pacchetti di minoranza di società quotate comparabili e appartenenti allo stesso settore.

Nella ricerca sono state analizzate circa ottocento transazioni e ricercati bilanci di circa ottocento società, tra quotate e non, attraverso il ricorso a banche dati di assoluta affidabilità (Bloomberg, Zephyr, Orbis e Osiris); le quali hanno contribuito all’attendibilità e alla correttezza dello studio. In particolare, l’utilizzo incrociato delle banche dati sopracitate, attraverso lo studio del valore dei deals e dei dati di bilancio, ha fornito i mezzi necessari al fine di stabilire una solida comparabilità tra i deals dei campioni in esame.

Lo studio condotto nel settore Energy&Utilities ha visto analizzare un numero totale di 259 transazioni. Tra queste, sono stati selezionati due campioni, ognuno composto da 18 transazioni comparabili, distinguendo fra deals con target società private e deals con target società pubblicamente negoziate. Come noto, risulta molto difficile che due società siano del tutto identiche, per cui l’obiettivo della ricerca è stato quello di determinare un livello di comparabilità tra i campioni in questione con un grado di approssimazione pressoché minimo. Per quanto concerne la media EBITDA e la media Ricavi di vendita, l’approssimazione è
risultata inferiore al milione di dollari: $13,11 mln e $51,15 mln per il campione di transazioni con società private e $13,78 mln e $51,66 mln per il campione di transazioni con società quotate.

Il multiplo di transazioni comparabili applicato, al fine di determinare un grado maggiore di comparabilità tra i deals, è stato il TransactionValue/SALES (0,65x e 0,73x rispettivamente). Il numeratore in questione rappresenta il valore del deal stabilito dalla società acquiror per la porzione di equity della target che si intende acquistare. Si è scelto di applicarlo al valore dei ricavi di vendita, ma può altresì essere applicato al valore EBITDA; tuttavia, quest’ultimo, ha trovato applicazione in un momento successivo.

Come si è più volte sottolineato, la determinazione degli sconti avviene sulla base di un acquisto di minoranza. In linea con tale principio, la percentuale media dello stock equity coinvolto nella transazione è stata di 20,96% per transazioni con società private e 18,78% per transazioni con società quotate, una volta assicurato che il deal non determinasse il controllo della società obiettivo.

La diversità nello stock equity percentuale dei due campioni non avrebbe permesso di determinare in modo corretto gli sconti di liquidità. È stato necessario stabilire quanto le acquiror dei due campioni avrebbero corrisposto per la stessa variazione di stock equity delle target non quotate e delle target quotate. Si è proceduto, dunque, a normalizzare il valore dei deals, di entrambi i campioni, per un acquisto stabilito del 20%.

Successivamente si è calcolato il valore dell’Enterprise Value di ogni target presente all’interno del campione, rapportando il valore normalizzato del deal alla variazione di stock equity data del 20%.

A questo punto dell’analisi si è applicato il multiplo di mercato EV/EBITDA, in grado di definire quante volte in media ha girato l’EV in riferimento all’EBITDA. Il risultato medio corrisponde a 10,79x in riferimento al campione di transazioni con target non quotate e 14,34x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.

L’utilizzo del multiplo in questione è risultato decisivo ai fini della determinazione degli sconti di liquidità nel settore Energy&Utilities. Attraverso il rapporto fra il multiplo medio EV/EBITDA del campione quotate e il relativo multiplo medio del campione non quotate, si è giunti a determinare che le società acquiror percepiscono uno sconto di liquidità pari a 32,90% in caso di operazioni di finanza straordinaria che coinvolgono pacchetti di minoranza dell’equity di società non quotate rispetto alla medesima transazione, dal punto di vista dello stock coinvolto, con società target quotate sul mercato.

Lo studio condotto nel settore Information Technology (IT) ha visto analizzare 390 transazioni. Tra queste, sono stati selezionati due campioni di rispettivamente 23 transazioni. L’analisi di
comparabilità ha evidenziato le seguenti medie in riferimento ai valori Ricavi di vendita, EBITDA e TV/SALES: $69,90mln, $12,81mln e 0,84x per quanto riguarda il campione di transazioni con target non quotate e $69,67mln, $11,94mln e 0,94x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.
Una volta normalizzato il deal value per la stessa variazione di stock equity (20%), si è proceduto a determinare l’EV di ogni target, evidenziando il multiplo EV/EBITDA medio; in particolare, 21,26x per il campione non quotate e 26,07x per il campione quotate.
Lo sconto medio di liquidità percepito dalle acquiror per transazioni di minoranza con target non quotate rispetto a transazioni di minoranza con target quotate, è risultato essere del 22,62%.
Infine, l’ultima analisi condotta, ha visto protagonista il settore Food&Beverage con 128 operazioni analizzate. Tra queste, sono state selezionate 30 transazioni comparabili suddivise nei due campioni. La media dei dati relativi a Ricavi di vendita, EBITDA e TV/SALES, nello studio di comparabilità, si è così presentata: $76,93mln, $9,85mln e 0,49x in riferimento al campione di transazioni con target non quotate e $77,05mln, $10,56mln e 0,44x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.
Il calcolo dell’EV, a seguito della normalizzazione del deal value per una stessa variazione di stock equity (20%), ha permesso di ricavare il multiplo medio EV/EBITDA per entrambi i campioni, così presentato: 17,72x per il primo campione e 20,49x per il campione con target quotate. Il rapporto tra i valori ha permesso di definire uno sconto medio di liquidità del 15,61%.

Gli sconti di liquidità determinati nei settori Energy&Utilities e Information Technology risultano in linea con gli studi del recente passato; in particolare, in riferimento a quelli condotti da Aswath Damodaran. Una particolare attenzione è posta al settore Food&Beverage. Gli sconti determinati risultano al di sotto di quelli tradizionalmente convenuti, in genere attorno al 20-30%. La circostanza in cui le acquiror percepiscono uno sconto minore in riferimento a tale settore, evidenzia la maggiore liquidità del mercato in questione. Questo importante risvolto conferma in linea generale i trend positivi del settore affrontati nel primo capitolo, in particolare, in riferimento al mercato domestico. La maggiore liquidità dello stesso conferma che l’argomento del cibo e delle bevande abbia catturato l’interesse globale al riguardo. Il mondo, al giorno d’oggi, è proiettato verso un livello di surriscaldamento globale senza precedenti. Un cambiamento di rotta risulta quanto mai obbligatorio, che abbia come obiettivo il rispetto dell’ambiente e della sostenibilità. Le creazioni di start up all’interno del settore Food&Beverage, infatti, sono all’ordine del giorno, concentrandosi sforzi verso una maggiore presenza dell’‘healthy food’ sopra le nostre tavole.
Bibliografia


International Accounting Standards Board (IASB), International Accounting Standards (IAS) 1 n.25 “Continuità aziendale”, 2008.


Organismo Italiano di Valutazione (OIV), Principi Italiani di Valutazione (PIV) III.1.31 “Le valutazioni reddittuali”, 2015.


Sitografia


Fildes N., “Brussel offers Vodafone hope over Liberty Global Deal”, Financial Times, 2019, https://www.ft.com/content/a7c78f02-5550-11e9-91f9-b6515a54e5b1


**Riassunto**

Al giorno d’oggi il consumatore ha sviluppato una particolare razionalità nel prendere le decisioni. Tale sviluppo si è concretizzato, con il passare del tempo, grazie ai numerosi strumenti di supporto di cui il consumatore dispone senza nemmeno rendersene conto. In un’epoca in cui il mercato globale permette di interfacciarsi con i prodotti venduti dall’altra parte del mondo, il consumatore è in grado di distinguere le varie offerte e di valutarne l’acquisto. Oggi è la velocità a farla da padrone; il consumatore attua un meccanismo di valutazione caratterizzato da rapidità che sia, al tempo stesso, il più corretto possibile al fine di non pregiudicare la propria soddisfazione. In tale frangente, la rete di interconnessione globale è la diretta conseguenza di società che applicano la stessa metodologia di valutazione propria del consumatore; con la differenza che le prime ricercano obiettivi di crescita dimensionale attraverso le sinergie instaurabili per mezzo di operazioni di fusione e acquisizione.

Il presente elaborato si prefigge l’obiettivo di determinare come avviene tale meccanismo di valutazione e, nello specifico, di evidenziare le differenze di valutazione tra aziende e transazioni comparabili aventi a oggetto società obiettivo quotate e target non quotate. All’interno del primo capitolo verrà introdotto il concetto di *mergers and acquisitions*, descrivendo i passaggi caratterizzanti la vera e propria vendita di una società. Successivamente verrà proposto un *report* in grado di fare luce sui volumi e valori che hanno caratterizzato il mercato globale M&A 2018, suddividendolo per aree geografiche, con una relazione esclusiva sul mercato domestico. Il secondo capitolo dell’elaborato entrerà nel merito della *valuation*. Saranno definiti, infatti, i principali metodi di valutazione che le società utilizzano nel determinare il valore del capitale economico di una potenziale *vendor*, al fine di effettuare operazioni di finanza straordinaria. Infine, l’elaborato concluderà con la ricerca e l’*analisi degli sconti di liquidità* percepiti dalle società acquirenti nel caso di acquisto di partecipazioni di minoranza di società non *quotate* sul mercato. L’analisi condotta riguarderà tre settori in particolare: *Energy&Utilities*, *Information Technology* e *Food&Beverage*.

Durante il corso del terzo e ultimo capitolo, il lettore avrà modo di comprendere i passaggi fondamentali effettuati per poter determinare gli sconti di liquidità; la metodologia che verrà presentata sarà la medesima per ogni settore. Nello specifico, il metodo utilizzato nella ricerca è il modello dei multipli di transazioni comparabili.

La ricerca è finalizzata ad aggiornare gli studi empirici sugli sconti tramite un confronto con le operazioni *M&A* degli ultimi cinque anni all’interno dello stesso settore che hanno riguardato *Target non quotate* e *Target quotate*. 
Attraverso l’elaborazione del presente lavoro è stato possibile fornire un contributo empirico allo studio degli sconti di liquidità nei seguenti settori: Energy&Utilities, Information Technology (IT) e Food&Beverage.

La tematica degli sconti di liquidità non ha riscontrato grandi risvolti negli studi del passato, le analisi più recenti, inoltre, risalgono a una decina di anni fa. Gli esperti di valutazione hanno focalizzato la loro attenzione principalmente su quelli che sono i premi di controllo derivanti dall’acquisto di pacchetti di maggioranza attraverso operazioni di finanza straordinaria.

Quando si parla di sconti di liquidità, si fa riferimento al valore potenzialmente inferiore attribuito al capitale economico societario, valore concretizzato attraverso la definizione del prezzo che l’acquiror è disposto a pagare per l’acquisto di pacchetti di minoranza dell’equity della target. Lo sconto, come si è avuto modo di trattare nel terzo capitolo, può dipendere da una molteplicità di fattori, ma è sicuramente ricollegabile alla circostanza in cui il mercato non sia particolarmente liquido per l’ipotetico asset preso in considerazione che si vuole vendere.

Lo studio che si è voluto intraprendere ha avuto il proprio inizio nella ricerca della modalità con la quale si potevano mettere alla luce tali sconti. La via maggiormente indicata per condurre tale tipo di analisi, è risultata nella determinazione degli sconti di liquidità per l’acquisizione di pacchetti di minoranza di società non quotate sul mercato, attraverso un confronto con il prezzo pagato per pacchetti di minoranza di società quotate comparabili e appartenenti allo stesso settore.

Nella ricerca sono state analizzate circa ottocento transazioni e ricercati bilanci di circa ottocento società, tra quotate e non, attraverso il ricorso a banche dati di assoluta affidabilità (Bloomberg, Zephyr, Orbis e Osiris); le quali hanno contribuito all’attendibilità e alla correttezza dello studio. In particolare, l’utilizzo incrociato delle banche dati sopracitate, attraverso lo studio del valore dei deals e dei dati di bilancio, ha fornito i mezzi necessari al fine di stabilire una solida comparabilità tra i deals dei campioni in esame.
Lo studio condotto nel settore *Energy&Utilities* ha visto analizzare un numero totale di 259 transazioni.

Tra queste, sono stati selezionati due campioni, ognuno composto da 18 transazioni comparabili, distinguendo fra deals con target società private e deals con target società pubblicamente negoziate. Come noto, risulta molto difficile che due società siano del tutto identiche, per cui l’obiettivo della ricerca è stato quello di determinare un livello di comparabilità tra i campioni in questione con un grado di approssimazione pressoché minimo. Per quanto concerne la media EBITDA e la media Ricavi di vendita, l’approssimazione è risultata inferiore al milione di dollari: $13,11mln e $51,15mln per il campione di transazioni con società private e $13,78mln e $51,66mln per il campione di transazioni con società quotate.

I dati vengono illustrati nelle tabelle a seguire.
Il multiplo di transazioni comparabili applicato, al fine di determinare un grado maggiore di comparabilità tra i deals, è stato il Transaction/Value/SALES (0,65x e 0,73x rispettivamente). Il numeratore in questione rappresenta il valore del deal stabilito dalla società acquisitor per la porzione di equity della target che si intende acquistare. Si è scelto di applicarlo al valore dei ricavi di vendita, ma può altresì essere applicato al valore EBITDA; tuttavia, quest’ultimo, ha trovato applicazione in un momento successivo.

Nelle tabelle a seguire sono riportati i multipli TV/SALES e la relativa media per campione, seguite da una tabella riassuntiva delle medie ottenute affinché il grado di comparabilità risultasse il più elevato possibile.
Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Sales Target pre deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valorem SAS</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>63,34</td>
<td>58,10</td>
<td>1,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunseep Group Ltd</td>
<td>Bangu PCL</td>
<td>55,65</td>
<td>19,22</td>
<td>2,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Gmichne Energy Service Ltd</td>
<td>Hané Power Package Co</td>
<td>50,70</td>
<td>46,61</td>
<td>1,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Binglengshan Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>42,07</td>
<td>44,40</td>
<td>0,95</td>
</tr>
<tr>
<td>Odebrecht SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>36,40</td>
<td>60,21</td>
<td>0,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changhui Sinoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>192,70</td>
<td>0,19</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzhen Jinjiang Decoration Group Co Ltd</td>
<td>32,90</td>
<td>45,40</td>
<td>0,72</td>
</tr>
<tr>
<td>SunFes AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>25,12</td>
<td>135,65</td>
<td>0,17</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>18,92</td>
<td>26,91</td>
<td>0,70</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing YilongHengyi Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>15,00</td>
<td>12,00</td>
<td>1,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Optosol Solar Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Huishang Electronics Co Ltd</td>
<td>9,90</td>
<td>45,30</td>
<td>0,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Unicoca Energy SA</td>
<td>Performa Investimentos Ltda</td>
<td>9,15</td>
<td>22,27</td>
<td>0,41</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen Yongni Cultural Development Co Ltd</td>
<td>6,44</td>
<td>40,86</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>4,27</td>
<td>89,54</td>
<td>0,05</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent</td>
<td>3,81</td>
<td>24,18</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Ecolica 2000 SL</td>
<td>Sinova Capital SCR SA</td>
<td>3,56</td>
<td>6,66</td>
<td>0,53</td>
</tr>
<tr>
<td>Oilfield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,02</td>
<td>11,25</td>
<td>0,18</td>
</tr>
</tbody>
</table>

MEDIA 23,54 51,15 0,65

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>SALES Target pre deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongjiexia Technology Co Ltd</td>
<td>65,42</td>
<td>57,80</td>
<td>1,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>37,75</td>
<td>68,30</td>
<td>0,55</td>
</tr>
<tr>
<td>iGas Energy PLC</td>
<td>Kerogen Capital Asia Ltd</td>
<td>35,65</td>
<td>42,20</td>
<td>0,84</td>
</tr>
<tr>
<td>Wogong Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>35,44</td>
<td>141,30</td>
<td>0,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanmei Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>34,74</td>
<td>105,10</td>
<td>0,33</td>
</tr>
<tr>
<td>GTPL Hathway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,31</td>
<td>169,30</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchex Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchex Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>68,40</td>
<td>0,37</td>
</tr>
<tr>
<td>Sino Oil And Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>18,26</td>
<td>68,20</td>
<td>0,27</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>14,30</td>
<td>33,70</td>
<td>0,42</td>
</tr>
<tr>
<td>ME Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,85</td>
<td>1,77</td>
<td>6,13</td>
</tr>
<tr>
<td>E&amp;WK Inc</td>
<td>Barco Co Ltd</td>
<td>8,44</td>
<td>21,40</td>
<td>0,39</td>
</tr>
<tr>
<td>HLB Life Science CD LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisors LP</td>
<td>6,92</td>
<td>34,70</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSONIC Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>6,55</td>
<td>35,50</td>
<td>0,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>6,35</td>
<td>16,00</td>
<td>0,40</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTECH Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>4,70</td>
<td>16,00</td>
<td>0,29</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Silca 2000 LLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>4,15</td>
<td>5,90</td>
<td>0,78</td>
</tr>
<tr>
<td>CWX Global Ltd</td>
<td>Silver Ally Enterprises Ltd</td>
<td>4,02</td>
<td>22,50</td>
<td>0,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Atrum Coal Ltd</td>
<td>3,00</td>
<td>18,40</td>
<td>0,16</td>
</tr>
</tbody>
</table>

MEDIA 19,71 51,66 0,73

<table>
<thead>
<tr>
<th>Campione transazioni con Target private</th>
<th>Valore deal (m$m)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>SALES target pre deal (m$m)</th>
<th>EBITDA target pre deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Campione transazioni con Target pubbliche</td>
<td>23,54</td>
<td>20,96%</td>
<td>51,15</td>
<td>13,11</td>
<td>0,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Campione transazioni con Target pubbliche</td>
<td>19,71</td>
<td>18,78%</td>
<td>51,66</td>
<td>13,78</td>
<td>0,73</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Come si è più volte sottolineato, la determinazione degli sconti avviene sulla base di un acquisto di minoranza. In linea con tale principio, la percentuale media dello stock equity coinvolto nella transazione è stata di 20,96% per transazioni con società private e 18,78% per transazioni con società quotate, una volta assicurato che il deal non determinasse il controllo della società obiettivo.
La diversità nello stock equity percentuale dei due campioni non avrebbe permesso di determinare in modo corretto gli sconti di liquidità. É stato necessario stabilire quanto le acquisitori dei due campioni avrebbero corrisposto per la stessa variazione di stock equity delle target non quotate e delle target quotate. Si è proceduto, dunque, a normalizzare il valore dei deals, di entrambi i campioni, per un acquisto stabilito del 20%.

Come illustrato di seguito.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$m)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valorex SAI</td>
<td>3i Infrastructure PLC</td>
<td>63,34</td>
<td>28,50%</td>
<td>20,00%</td>
<td>44,45</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunware Group Pte Ltd</td>
<td>Barga PLC</td>
<td>55,65</td>
<td>25,70%</td>
<td>20,00%</td>
<td>43,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Gensichen Energy Service Co Ltd</td>
<td>Han Power Package Co</td>
<td>50,70</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>50,70</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Bingjiahan Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>42,07</td>
<td>29,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Dickson SA</td>
<td>Exxon Mobil Corp</td>
<td>38,40</td>
<td>21,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>36,35</td>
<td>25,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,08</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzhen Yujiai Decoration Group Co Ltd</td>
<td>32,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,90</td>
</tr>
<tr>
<td>SunPex AB</td>
<td>Harima Chemicals Group Inc</td>
<td>23,12</td>
<td>44,60%</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Dangui Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>18,92</td>
<td>13,64%</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,74</td>
</tr>
<tr>
<td>Impact Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>Africa Oil Corp</td>
<td>15,00</td>
<td>25,20%</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,90</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Yinlonghong Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,18</td>
<td>10,07%</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Optomy Solar Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd</td>
<td>9,00</td>
<td>31,07%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,37</td>
</tr>
<tr>
<td>Landima Energy SA</td>
<td>Performa Investments Ltd</td>
<td>9,25</td>
<td>15,25%</td>
<td>20,00%</td>
<td>12,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen Yujiai Cultural Development Co Ltd</td>
<td>6,44</td>
<td>25,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,15</td>
</tr>
<tr>
<td>Daejon Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>4,27</td>
<td>10,21%</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,36</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent</td>
<td>3,81</td>
<td>21,95%</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,62</td>
</tr>
<tr>
<td>Editec 2000 Ltd</td>
<td>Sinopec Capital SCR SA</td>
<td>3,56</td>
<td>22,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Oilfield Services &amp; Supplies Pte Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,02</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,02</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 23,54 20,96% 20,00% 22,02

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$m)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Rongda Technology Co Ltd</td>
<td>65,42</td>
<td>16,67%</td>
<td>20,00%</td>
<td>76,49</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>37,75</td>
<td>23,10%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,68</td>
</tr>
<tr>
<td>iGas Energy PLC</td>
<td>Recogen Capital Asia Ltd</td>
<td>35,65</td>
<td>21,22%</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Wantong Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>34,44</td>
<td>26,13%</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Stamore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>34,74</td>
<td>19,90%</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,91</td>
</tr>
<tr>
<td>GFL, Hathaway Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>33,31</td>
<td>25,64%</td>
<td>20,00%</td>
<td>25,98</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>15,40%</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,47</td>
</tr>
<tr>
<td>Smo Oil &amp; Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>18,26</td>
<td>16,65%</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,93</td>
</tr>
<tr>
<td>CH Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>14,30</td>
<td>21,83%</td>
<td>20,00%</td>
<td>13,10</td>
</tr>
<tr>
<td>MC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>10,85</td>
<td>15,18%</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,30</td>
</tr>
<tr>
<td>EKW Inc</td>
<td>Banko Co Ltd</td>
<td>8,44</td>
<td>17,57%</td>
<td>20,00%</td>
<td>9,61</td>
</tr>
<tr>
<td>HLB Life Science CO LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisers LP</td>
<td>6,92</td>
<td>20,54%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,74</td>
</tr>
<tr>
<td>YHDSDC Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>6,55</td>
<td>12,74%</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>6,35</td>
<td>18,72%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,78</td>
</tr>
<tr>
<td>SS COMTEX Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>4,70</td>
<td>14,87%</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,52</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>4,15</td>
<td>15,00%</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,53</td>
</tr>
<tr>
<td>CWX Global Ltd</td>
<td>Silver Ally Enterprises Ltd</td>
<td>4,02</td>
<td>10,21%</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,87</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantis Carbon Group PLC</td>
<td>Atron Coal Ltd</td>
<td>3,00</td>
<td>26,68%</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,25</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 19,71 18,78% 20,00% 20,55

Successivamente si è calcolato il valore dell’Enterprise Value di ogni target presente all’interno del campione, rapportando il valore normalizzato del deal alla variazione di stock equity data del 20%.

A questo punto dell’analisi si è applicato il multiplo di mercato \( EV/EBITDA \), in grado di definire quante volte in media ha girato l’EV in riferimento all’EBITDA. Il risultato medio corrisponde
a 10,79x in riferimento al campione di transazioni con target non quotate e 14,34x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m€)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata (m€)</th>
<th>Dual Value normalizzato (m€)</th>
<th>EV/EBITDA Target non quotidato</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Valoren SGS</td>
<td>Sti Infrastructure PLC</td>
<td>27,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>44,45</td>
<td>8,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Sunseap Group Pte Ltd</td>
<td>Bangpu PCL</td>
<td>7,71</td>
<td>20,00%</td>
<td>43,31</td>
<td>28,09</td>
</tr>
<tr>
<td>Gimcheon Energy Service Co Ltd</td>
<td>Hana Power Package</td>
<td>10,97</td>
<td>20,00%</td>
<td>50,70</td>
<td>23,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Yunnan Baoshan Bingjianghun Hydro Power Co Ltd</td>
<td>Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd</td>
<td>22,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,01</td>
<td>6,42</td>
</tr>
<tr>
<td>Olahai SA</td>
<td>Ewon Mobil Corp</td>
<td>18,82</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,67</td>
<td>9,21</td>
</tr>
<tr>
<td>Qingdao Zhongtian Oil &amp; Natural Gas Co Ltd</td>
<td>Changshun Sinoenergy Corp</td>
<td>44,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>29,08</td>
<td>3,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Zhejiang Lo Computax Technology Co Ltd</td>
<td>Shenzen Jiaju Decoration Group Co Ltd</td>
<td>8,53</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,30</td>
<td>19,28</td>
</tr>
<tr>
<td>SunPro AB</td>
<td>Hartma Chemicals Group Inc</td>
<td>35,63</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,67</td>
<td>4,44</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd</td>
<td>Shanghai Electric Power Co Ltd</td>
<td>10,42</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,74</td>
<td>13,31</td>
</tr>
<tr>
<td>Impex Oil &amp; Gas Ltd</td>
<td>China Oil Corp</td>
<td>6,89</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,30</td>
<td>1,59</td>
</tr>
<tr>
<td>Beijing Yilingtenghu Oil Technical Engineering Co</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>8,55</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,22</td>
<td>11,82</td>
</tr>
<tr>
<td>Optny Solar Energy Hangzhou Co Ltd</td>
<td>Zhejiang Hu Surplus Electronics Co Ltd</td>
<td>5,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,37</td>
<td>6,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Grecida Energy SA</td>
<td>Performa Investments Ltd</td>
<td>2,05</td>
<td>20,00%</td>
<td>12,00</td>
<td>29,34</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai White Platinum &amp; Silver Exchange</td>
<td>Shenzhen Yiuji Cultural Development Co Ltd</td>
<td>8,58</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,15</td>
<td>3,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Daijing Cogeneration Plant Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>4,12</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,16</td>
<td>10,15</td>
</tr>
<tr>
<td>TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd</td>
<td>Beijing Hu Jiu Tian Yang Investment Management Centre</td>
<td>6,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>1,32</td>
<td>2,66</td>
</tr>
<tr>
<td>Eotica 2000 SL</td>
<td>Sinoco Capital SCR SA</td>
<td>4,43</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,24</td>
<td>3,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Offshore Services &amp; Supplies Ltd</td>
<td>Potential Buyer</td>
<td>2,65</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,92</td>
<td>3,14</td>
</tr>
</tbody>
</table>

MEDIA 10,79

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m€)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata (m€)</th>
<th>Dual Value normalizzato (m€)</th>
<th>EV/EBITDA Target quotidato</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Zhong Fu Tong Group Co Ltd</td>
<td>Fujian Ronggja Technology Co Ltd</td>
<td>8,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>78,49</td>
<td>49,06</td>
</tr>
<tr>
<td>Orient Green Power Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>34,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,66</td>
<td>4,75</td>
</tr>
<tr>
<td>Gas Energy PLC</td>
<td>Keqiong Capital Asia Ltd</td>
<td>14,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,60</td>
<td>11,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Woongjin Energy Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>13,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>27,13</td>
<td>9,97</td>
</tr>
<tr>
<td>Starmore Coal Ltd</td>
<td>Golden Energy &amp; Resources Ltd</td>
<td>22,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,91</td>
<td>1,90</td>
</tr>
<tr>
<td>DFIG Theatre Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>25,98</td>
<td>2,86</td>
</tr>
<tr>
<td>Sanchez Midstream Partners LP</td>
<td>Sanchez Energy Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>32,47</td>
<td>6,49</td>
</tr>
<tr>
<td>Sin Oil And Gas Holdings Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>27,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,95</td>
<td>4,05</td>
</tr>
<tr>
<td>OHI Offshore Ltd</td>
<td>SZ Offshore Investment Pte Ltd</td>
<td>21,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>13,10</td>
<td>3,09</td>
</tr>
<tr>
<td>MC Mining Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>14,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,30</td>
<td>4,90</td>
</tr>
<tr>
<td>ESSN Inc</td>
<td>Barkis Co Ltd</td>
<td>2,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,61</td>
<td>18,48</td>
</tr>
<tr>
<td>HLB Life Science CO LTD</td>
<td>Pegasus Capital Advisors LP</td>
<td>1,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,74</td>
<td>17,73</td>
</tr>
<tr>
<td>HYSONIC Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>3,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,18</td>
<td>15,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Empire Oil &amp; Gas NL</td>
<td>Mineral Resources Ltd</td>
<td>8,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,78</td>
<td>4,04</td>
</tr>
<tr>
<td>STG &amp; Fisico Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>2,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,32</td>
<td>15,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Green &amp; Smart Holdings PLC</td>
<td>Serba Dinamik Holdings Bhd</td>
<td>1,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>5,53</td>
<td>21,28</td>
</tr>
<tr>
<td>OSX Global Ltd</td>
<td>Silver Media Enterprises Ltd</td>
<td>1,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,87</td>
<td>24,61</td>
</tr>
<tr>
<td>Atlantic Carbon Group PLC</td>
<td>Atlas Coal Ltd</td>
<td>0,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>2,75</td>
<td>37,48</td>
</tr>
</tbody>
</table>

MEDIA 14,34

L’utilizzo del multiplo in questione è risultato decisivo ai fini della determinazione degli sconti di liquidità nel settore **Energy & Utilities**. Attraverso il rapporto fra il multiplo medio **EV/EBITDA** del campione quotate e il relativo multiplo medio del campione non quotate, si è giunti a determinare che le società acquirer percepiscono uno sconto di liquidità pari a 32,90% in caso di operazioni di finanza straordinaria che coinvolgono pacchetti di minoranza dell’equity di società non quote da rispetto alla medesima transazione, dal punto di vista dello stock coinvolto, con società target quotate sul mercato.

**Sconto di liquidità medio di setore E&U = \( \frac{14,34}{10,79} - 1 \)%**

**Sconto di liquidità medio di setore E&U = 32,90%**
Lo studio condotto nel settore *Information Technology (IT)* ha visto analizzare 390 transazioni. Tra queste, sono stati selezionati due campioni di rispettivamente 23 transazioni. L’analisi di comparabilità ha evidenziato le seguenti medie in riferimento ai valori Ricavi di vendita, EBITDA e TV/SALES: $69,90mln, $12,81mln e 0,84x per quanto riguarda il campione di transazioni con target non quotate e $69,67mln, $11,94mln e 0,94x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.

**Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal stock</th>
<th>%SAL Target pre deal (%)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (%)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment G Co</td>
<td>Netcorps Corp</td>
<td>189,79</td>
<td>Cash</td>
<td>29,75%</td>
<td>87,92</td>
<td>31,09</td>
<td>2,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Megagroup Ltd</td>
<td>Mercury Capital Ltd</td>
<td>185,05</td>
<td>Cash</td>
<td>30,60%</td>
<td>60,76</td>
<td>19,82</td>
<td>3,05</td>
</tr>
<tr>
<td>Big Hit Entertainment Co</td>
<td>STC Investment Inc</td>
<td>91,17</td>
<td>Cash</td>
<td>12,00%</td>
<td>86,82</td>
<td>31,09</td>
<td>1,04</td>
</tr>
<tr>
<td>WingTec Inc</td>
<td>Sramco</td>
<td>46,17</td>
<td>Cash</td>
<td>11,44%</td>
<td>139,70</td>
<td>48,90</td>
<td>0,93</td>
</tr>
<tr>
<td>LS Cable &amp; System Asia Ltd</td>
<td>KMA-NSL Private-Equity Fund</td>
<td>45,73</td>
<td>Cash</td>
<td>19,62%</td>
<td>170,60</td>
<td>7,30</td>
<td>0,27</td>
</tr>
<tr>
<td>Merlit Corp</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,01</td>
<td>Cash</td>
<td>15,00%</td>
<td>29,41</td>
<td>9,42</td>
<td>1,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Data Solution Co Ltd</td>
<td>Shanghai Yinghong Investment Management Ltd</td>
<td>43,67</td>
<td>Cash</td>
<td>30,00%</td>
<td>61,48</td>
<td>12,10</td>
<td>0,67</td>
</tr>
<tr>
<td>CE Data System Co Ltd</td>
<td>Beijing E-Mark Leading Investment Management Co</td>
<td>38,05</td>
<td>Cash</td>
<td>29,75%</td>
<td>29,80</td>
<td>13,05</td>
<td>1,29</td>
</tr>
<tr>
<td>FINO PayTech Ltd</td>
<td>Bharat Petroleum Corp Ltd</td>
<td>27,58</td>
<td>Cash</td>
<td>21,00%</td>
<td>44,38</td>
<td>6,86</td>
<td>0,85</td>
</tr>
<tr>
<td>Wolken Internet Technology Co Ltd</td>
<td>Ant Financial Services Group</td>
<td>30,05</td>
<td>Cash</td>
<td>30,00%</td>
<td>162,60</td>
<td>65,10</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Fushun Micro Electronic Co Ltd</td>
<td>Fujian Electronics &amp; Information Group Co Ltd</td>
<td>21,96</td>
<td>Cash</td>
<td>30,00%</td>
<td>27,88</td>
<td>2,40</td>
<td>0,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Seabag Logistics Technology Co Ltd</td>
<td>Shuang China Electronics Co Ltd</td>
<td>18,88</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>11,30</td>
<td>1,80</td>
<td>1,10</td>
</tr>
<tr>
<td>TNE Factory</td>
<td>KB Cape Nsd Pvt</td>
<td>16,53</td>
<td>Cash</td>
<td>28,84%</td>
<td>14,73</td>
<td>1,79</td>
<td>1,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Mobile Semiconductor Inc</td>
<td>Wi/pe Industrial Co Ltd</td>
<td>15,84</td>
<td>Cash</td>
<td>25,00%</td>
<td>30,75</td>
<td>6,47</td>
<td>0,80</td>
</tr>
<tr>
<td>Dominant Opto Technologies Ltd Bhd</td>
<td>Ekarin Corp</td>
<td>14,53</td>
<td>Cash</td>
<td>10,00%</td>
<td>120,55</td>
<td>5,40</td>
<td>0,12</td>
</tr>
<tr>
<td>Bengt Scan Cude Technology Development Co Ltd</td>
<td>Tiang-Feiing Science &amp; Technology Co Ltd</td>
<td>12,87</td>
<td>Cash</td>
<td>10,00%</td>
<td>14,80</td>
<td>2,90</td>
<td>0,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Chengdu Guojun Technology Co Ltd</td>
<td>Yumen-Nan Electronics Information Co Ltd</td>
<td>11,62</td>
<td>Cash</td>
<td>28,14%</td>
<td>14,49</td>
<td>3,04</td>
<td>0,93</td>
</tr>
<tr>
<td>Chengdu Jinyi Technology Co Ltd</td>
<td>Oriental Pearl Group Co Ltd</td>
<td>11,57</td>
<td>Cash</td>
<td>11,80%</td>
<td>118,20</td>
<td>7,50</td>
<td>0,10</td>
</tr>
<tr>
<td>Everone Co Ltd</td>
<td>Kangai Corp</td>
<td>11,48</td>
<td>Cash</td>
<td>19,80%</td>
<td>108,80</td>
<td>12,90</td>
<td>0,13</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai MY Digital Technology Co Ltd</td>
<td>Suzhou Victory Precision Manufacturing Co Ltd</td>
<td>10,58</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>165,76</td>
<td>8,20</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Sichuan Yiwang Technology Co Ltd</td>
<td>Coating Optoelectric Co Ltd</td>
<td>12,94</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>20,80</td>
<td>13,00</td>
<td>0,59</td>
</tr>
<tr>
<td>Shanghai Hyber Software Corp Ltd</td>
<td>Ring An Healthcare and Technology Co Ltd</td>
<td>13,68</td>
<td>Cash</td>
<td>11,37%</td>
<td>14,87</td>
<td>3,51</td>
<td>0,79</td>
</tr>
<tr>
<td>Niu Systems G Co</td>
<td>VAVIVIPO Corp</td>
<td>10,11</td>
<td>Cash</td>
<td>15,00%</td>
<td>11,64</td>
<td>3,88</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 20,45% 69,00 12,81 0,84

**Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Deal stock</th>
<th>%SAL Target pre deal (%)</th>
<th>EBITDA Target pre deal (%)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Parfex Technology Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>153,90</td>
<td>Cash</td>
<td>27,30%</td>
<td>117,70</td>
<td>29,30</td>
<td>3,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Ourgame International Holdings Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>145,76</td>
<td>Cash</td>
<td>28,76%</td>
<td>77,80</td>
<td>18,00</td>
<td>1,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Jingzhou Jeike Defense Technology Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>105,77</td>
<td>Cash</td>
<td>11,68%</td>
<td>116,80</td>
<td>27,20</td>
<td>0,93</td>
</tr>
<tr>
<td>Shenzhen Hinos Technology Inc</td>
<td>Hangzhou Finance &amp; Investment Group Co Ltd</td>
<td>90,10</td>
<td>Cash</td>
<td>24,80%</td>
<td>40,50</td>
<td>7,00</td>
<td>2,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Tencent Inc</td>
<td>AK Tree Private Equity Fund</td>
<td>87,08</td>
<td>Cash</td>
<td>29,00%</td>
<td>55,90</td>
<td>29,20</td>
<td>1,47</td>
</tr>
<tr>
<td>Biostar Science and Technology Co Ltd</td>
<td>Liangjing Guoke Industry Co Ltd</td>
<td>83,69</td>
<td>Cash</td>
<td>29,00%</td>
<td>64,40</td>
<td>5,50</td>
<td>1,30</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianma Inc</td>
<td>Peel Health LLP</td>
<td>70,74</td>
<td>Cash</td>
<td>26,40%</td>
<td>21,70</td>
<td>6,10</td>
<td>0,98</td>
</tr>
<tr>
<td>S-MAC Co Ltd/HKena</td>
<td>Apogee Healthcare &amp; Games Inc</td>
<td>46,32</td>
<td>Cash</td>
<td>22,57%</td>
<td>128,50</td>
<td>20,70</td>
<td>0,36</td>
</tr>
<tr>
<td>Suzhou Mediscientific Technology Co Ltd</td>
<td>Anying Asset Management Hangzhou Co Ltd</td>
<td>39,59</td>
<td>Cash</td>
<td>10,33%</td>
<td>48,20</td>
<td>11,50</td>
<td>0,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Funcom Se</td>
<td>Tencent Holdings Co Ltd</td>
<td>38,72</td>
<td>Cash</td>
<td>29,00%</td>
<td>31,80</td>
<td>17,00</td>
<td>1,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Bright Standard Inc</td>
<td>Shenzhen Holdings Inc</td>
<td>36,05</td>
<td>Cash</td>
<td>15,13%</td>
<td>18,00</td>
<td>5,30</td>
<td>2,55</td>
</tr>
<tr>
<td>Demea-Car Co Ltd</td>
<td>UNM Corp</td>
<td>38,04</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,00</td>
<td>7,10</td>
<td>1,24</td>
</tr>
<tr>
<td>Jingyu Gp Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>22,25</td>
<td>Cash</td>
<td>19,01%</td>
<td>11,10</td>
<td>7,00</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>Fd Online Corp</td>
<td>CloudMagic Co Ltd</td>
<td>22,02</td>
<td>Cash</td>
<td>24,48%</td>
<td>10,30</td>
<td>2,00</td>
<td>0,68</td>
</tr>
<tr>
<td>KJ Holdings Ltd</td>
<td>UNMS Holdings Ltd</td>
<td>21,35</td>
<td>Cash</td>
<td>29,00%</td>
<td>64,40</td>
<td>4,70</td>
<td>0,54</td>
</tr>
<tr>
<td>CS Lazard FDL</td>
<td>Advanced Info Service PEI</td>
<td>20,86</td>
<td>Cash</td>
<td>14,34%</td>
<td>82,80</td>
<td>14,70</td>
<td>0,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Ourgame International Holdings Ltd</td>
<td>Total Victory Global Ltd</td>
<td>20,13</td>
<td>Cash</td>
<td>10,30%</td>
<td>133,00</td>
<td>23,80</td>
<td>0,15</td>
</tr>
<tr>
<td>V-Cube Inc</td>
<td>Regional Economy Utilization Corp of Japan</td>
<td>13,20</td>
<td>Cash</td>
<td>12,10%</td>
<td>46,80</td>
<td>10,90</td>
<td>0,20</td>
</tr>
<tr>
<td>STXBRM Co Ltd</td>
<td>Eco-BM Investment Associate NTD</td>
<td>11,00</td>
<td>Cash</td>
<td>15,07%</td>
<td>102,50</td>
<td>6,40</td>
<td>0,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Nippon RAIT Inc</td>
<td>Advantech Co Ltd</td>
<td>10,58</td>
<td>Cash</td>
<td>18,75%</td>
<td>29,80</td>
<td>2,00</td>
<td>0,35</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 20,49% 69,67 11,94 0,94

Una volta normalizzato il deal value per la stessa variazione di stock equity (20%), si è proceduto a determinare l’EV di ogni target, evidenziando il multiplo E/V/EBITDA medio; in particolare, 21,26x per il campione non quotate e 26,07x per il campione quotate (tabelle a seguire).
Lo sconto medio di liquidità percepito dalle acquisor per transazioni di minoranza con target non quotate rispetto a transazioni di minornanza con target quotate, è risultato essere del 22,62%.

\[
\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{\text{IT}} = \frac{26.07}{21.26} - 1\% \\
\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{\text{IT}} = 22.62\% 
\]
Infine, l’ultima analisi condotta, ha visto protagonista il settore Food&Beverage con 128 operazioni analizzate. Tra queste, sono state selezionate 30 transazioni comparabili suddivise nei due campioni. La media dei dati relativi a Ricavi di vendita, EBITDA e TV/SALES, nello studio di comparabilità, si è così presentata: $76,93mln, $9,85mln e 0,49x in riferimento al campione di transazioni con target non quotato e $77,05mln, $10,56mln e 0,44x in riferimento al campione di transazioni con target quotato.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Dual Stock</th>
<th>SALES Target pro deal (m$m)</th>
<th>EBITDA Target pro deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Brewdog PLC</td>
<td>TSG Consumer Partners LLC</td>
<td>123,85</td>
<td>Cash</td>
<td>22,00%</td>
<td>88,75</td>
<td>9,97</td>
<td>1,40</td>
</tr>
<tr>
<td>Tibet Highland Natural Water Ltd</td>
<td>Tibet Water Resources Ltd</td>
<td>62,45</td>
<td>Cash</td>
<td>13,00%</td>
<td>41,52</td>
<td>19,87</td>
<td>1,38</td>
</tr>
<tr>
<td>Superbirdi SA</td>
<td>Charoen Pokphand Foods PCL</td>
<td>47,46</td>
<td>Cash</td>
<td>30,00%</td>
<td>191,00</td>
<td>11,90</td>
<td>0,25</td>
</tr>
<tr>
<td>Guili Seaworld Foods Co Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>42,00</td>
<td>Cash</td>
<td>25,00%</td>
<td>95,00</td>
<td>16,50</td>
<td>0,44</td>
</tr>
<tr>
<td>Sula Vineyards Pvt Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>39,30</td>
<td>Cash</td>
<td>19,05%</td>
<td>58,52</td>
<td>6,19</td>
<td>0,87</td>
</tr>
<tr>
<td>BSL&amp;C Imprenditori e Partecipazioni SA</td>
<td>International Finance Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>Cash</td>
<td>10,00%</td>
<td>114,14</td>
<td>32,75</td>
<td>0,22</td>
</tr>
<tr>
<td>Gardena Bakeries K.S. Sdn Bhd</td>
<td>Restu Jerih Sdn Bhd</td>
<td>21,30</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>219,81</td>
<td>15,22</td>
<td>0,10</td>
</tr>
<tr>
<td>NR Instant Produce Co Ltd</td>
<td>Duist Thani PCL</td>
<td>21,09</td>
<td>Cash</td>
<td>25,90%</td>
<td>30,20</td>
<td>5,22</td>
<td>0,70</td>
</tr>
<tr>
<td>Jini &amp; Queenvriew Co Ltd/Tha</td>
<td>Gattirton Partners Corp</td>
<td>19,53</td>
<td>Cash</td>
<td>27,30%</td>
<td>18,85</td>
<td>1,25</td>
<td>1,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Ming Wei Industrial Inc</td>
<td>Yinghe Superstore Co Ltd</td>
<td>10,50</td>
<td>Cash</td>
<td>19,69%</td>
<td>22,88</td>
<td>5,60</td>
<td>0,46</td>
</tr>
<tr>
<td>Premium Vegetable Oils Sdn Bhd</td>
<td>J-Oil Mills Inc</td>
<td>8,80</td>
<td>Cash</td>
<td>20,00%</td>
<td>148,17</td>
<td>6,97</td>
<td>0,06</td>
</tr>
<tr>
<td>Milie Daley Shanghai Co Ltd</td>
<td>Jeff Labi Maternity &amp; Baby Articles Co Ltd</td>
<td>5,09</td>
<td>Cash</td>
<td>14,00%</td>
<td>17,96</td>
<td>2,78</td>
<td>0,28</td>
</tr>
<tr>
<td>Royle Marine Imp Ex Pt Ltd</td>
<td>Zhanjiang Guolian Aquatic Products Co Ltd</td>
<td>4,00</td>
<td>Cash</td>
<td>25,30%</td>
<td>37,01</td>
<td>3,40</td>
<td>0,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Jangmen Sheng Ho Tang Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>1,61</td>
<td>Cash</td>
<td>10,00%</td>
<td>45,20</td>
<td>9,30</td>
<td>0,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Thammachart Seaboard Retail Co Ltd</td>
<td>Thai Union Group PCL</td>
<td>1,12</td>
<td>Cash</td>
<td>15,30%</td>
<td>20,21</td>
<td>1,10</td>
<td>0,06</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 19,80% 76,93 9,85 0,49

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotato:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$m)</th>
<th>Type of payment</th>
<th>Dual Stock</th>
<th>SALES Target pro deal (m$m)</th>
<th>EBITDA Target pro deal (m$m)</th>
<th>TV/SALES</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Albacati SA</td>
<td>BSA SA</td>
<td>98,13</td>
<td>Cash</td>
<td>25,40%</td>
<td>113,10</td>
<td>10,70</td>
<td>0,88</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianyou International Holdings Ltd</td>
<td>Sichuan Development Holdings Co Ltd</td>
<td>53,34</td>
<td>Cash</td>
<td>27,00%</td>
<td>110,40</td>
<td>26,50</td>
<td>0,48</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Ansalvi Investment Holdings</td>
<td>51,96</td>
<td>Cash</td>
<td>26,10%</td>
<td>47,30</td>
<td>5,10</td>
<td>1,10</td>
</tr>
<tr>
<td>Victoria Mining Co Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,39</td>
<td>Cash</td>
<td>14,80%</td>
<td>111,60</td>
<td>3,00</td>
<td>0,41</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>All Global Investments欧阳 PCC Ltd</td>
<td>45,29</td>
<td>Cash</td>
<td>26,00%</td>
<td>65,30</td>
<td>7,20</td>
<td>0,67</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianjin Guanhong 18th Street Maohu Food Co Ltd</td>
<td>Shanghai International Trust Co Ltd</td>
<td>43,78</td>
<td>Cash</td>
<td>10,00%</td>
<td>72,00</td>
<td>15,40</td>
<td>0,61</td>
</tr>
<tr>
<td>Gongji Foodstuffs Group Cayman Co Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>29,32</td>
<td>Cash</td>
<td>13,40%</td>
<td>116,90</td>
<td>10,20</td>
<td>0,35</td>
</tr>
<tr>
<td>Adigong Maternal &amp; Child Health Ltd</td>
<td>Sunbird Global Growth Fund SPC</td>
<td>25,48</td>
<td>Cash</td>
<td>14,30%</td>
<td>48,60</td>
<td>6,60</td>
<td>0,52</td>
</tr>
<tr>
<td>Hindustan Foods Ltd</td>
<td>Convergent Finance LLP</td>
<td>21,65</td>
<td>Cash</td>
<td>26,00%</td>
<td>21,50</td>
<td>1,60</td>
<td>1,01</td>
</tr>
<tr>
<td>Spritzer BH</td>
<td>Dynma Aisa Private Equity</td>
<td>15,08</td>
<td>Cash</td>
<td>13,04%</td>
<td>70,30</td>
<td>12,60</td>
<td>0,21</td>
</tr>
<tr>
<td>Mander Co Ltd</td>
<td>CI/Chohardang Corp</td>
<td>13,02</td>
<td>Cash</td>
<td>12,28%</td>
<td>225,30</td>
<td>14,80</td>
<td>0,66</td>
</tr>
<tr>
<td>Diamond Estates Wines &amp; Spirits Ltd</td>
<td>Laanonde Industries Inc</td>
<td>4,27</td>
<td>Cash</td>
<td>19,00%</td>
<td>26,70</td>
<td>2,50</td>
<td>0,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Kanzoali Co Ltd</td>
<td>JFLA Holdings Inc</td>
<td>2,98</td>
<td>Cash</td>
<td>13,70%</td>
<td>50,00</td>
<td>0,08</td>
<td>0,06</td>
</tr>
<tr>
<td>GOVO foods Industry Co Ltd</td>
<td>NCR Capital Co Ltd</td>
<td>2,64</td>
<td>Cash</td>
<td>16,52%</td>
<td>15,90</td>
<td>1,50</td>
<td>0,17</td>
</tr>
<tr>
<td>Budinger Group Ltd</td>
<td>Asia Mark Development Ltd</td>
<td>1,97</td>
<td>Cash</td>
<td>13,05%</td>
<td>62,90</td>
<td>3,00</td>
<td>0,03</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA** 18,24% 77,05 10,56 0,44

Il calcolo dell’EV, a seguito della normalizzazione del deal value per una stessa variazione di stock equity (20%), ha permesso di ricavare il multiplo medio EV/EBITDA per entrambi i campioni, così presentato: 17,72x per il primo campione e 20,49x per il campione con target quotato (tabelle a seguire).
Campione di transazioni aventi a oggetto target non quote:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$)</th>
<th>EV/EBITDA Target non quote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Breadedog PLC</td>
<td>TSG Consumer Partners LLC</td>
<td>123,85</td>
<td>22,00%</td>
<td>9,97</td>
<td>20,00%</td>
<td>112,59</td>
<td>58,46</td>
</tr>
<tr>
<td>Tibet Highland Natural Water Ltd</td>
<td>Tibet Water Resources Ltd</td>
<td>62,45</td>
<td>13,00%</td>
<td>19,87</td>
<td>20,00%</td>
<td>96,08</td>
<td>24,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Superdry SA</td>
<td>Charoen Pokphand Foods PCL</td>
<td>47,46</td>
<td>30,00%</td>
<td>11,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>31,64</td>
<td>13,29</td>
</tr>
<tr>
<td>Gulin Seafodd Foods Ltd</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>42,00</td>
<td>25,00%</td>
<td>16,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>33,60</td>
<td>10,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Sula Vineyards Pvt Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>39,30</td>
<td>19,05%</td>
<td>6,19</td>
<td>20,00%</td>
<td>41,26</td>
<td>33,33</td>
</tr>
<tr>
<td>RCS &amp; Imprendimenti e Partecipazioni SA</td>
<td>International Finance Corp</td>
<td>25,00</td>
<td>10,00%</td>
<td>32,75</td>
<td>20,00%</td>
<td>30,00</td>
<td>7,63</td>
</tr>
<tr>
<td>Gardena Bakarawi KL Sdn Bhd</td>
<td>Rodey Johrel Sdn Bhd</td>
<td>21,30</td>
<td>20,00%</td>
<td>15,22</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,30</td>
<td>7,00</td>
</tr>
<tr>
<td>NR Instant Produce Co Ltd</td>
<td>Dust Thain PCL</td>
<td>21,09</td>
<td>25,90%</td>
<td>5,22</td>
<td>20,00%</td>
<td>16,29</td>
<td>15,60</td>
</tr>
<tr>
<td>Innis &amp; Gunn Brewing Co Ltd/The</td>
<td>Cottoner Partners Corp</td>
<td>19,53</td>
<td>27,90%</td>
<td>1,25</td>
<td>20,00%</td>
<td>14,00</td>
<td>50,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Fujian Ming Wei Industrial Inc</td>
<td>Yonghu Superbros Co Ltd</td>
<td>10,50</td>
<td>19,60%</td>
<td>5,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>10,67</td>
<td>9,52</td>
</tr>
<tr>
<td>Premium Vegetable Oils Sdn Bhd</td>
<td>AsiaFMIS Inc</td>
<td>8,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>6,97</td>
<td>20,00%</td>
<td>8,80</td>
<td>6,31</td>
</tr>
<tr>
<td>Milk Dairy Cangyuan Co Ltd</td>
<td>Jirfa Labi Maternity &amp; Baby Articles Co Ltd</td>
<td>5,09</td>
<td>14,00%</td>
<td>2,78</td>
<td>20,00%</td>
<td>7,27</td>
<td>11,08</td>
</tr>
<tr>
<td>Royal Marine Imp Ex Pte Ltd</td>
<td>Zhejiang Guoquan Aquatic Products Co Ltd</td>
<td>4,00</td>
<td>25,30%</td>
<td>3,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,16</td>
<td>4,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Jingmen Sheng He Tang Co Ltd</td>
<td>Unnamed Buyer</td>
<td>1,61</td>
<td>10,00%</td>
<td>9,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,22</td>
<td>2,77</td>
</tr>
<tr>
<td>Thammachat Seafood Retail Co Ltd</td>
<td>Thai Union Group PCL</td>
<td>1,12</td>
<td>15,10%</td>
<td>1,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>1,48</td>
<td>6,74</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA:** 19,80% 9,85 30,09 17,72

Campione di transazioni aventi a oggetto target quote:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Target Name</th>
<th>Acquirer Name</th>
<th>Deal Value (m$)</th>
<th>Deal Stock</th>
<th>EBITDA Target pre deal (m$)</th>
<th>Variazione stock equity desiderata</th>
<th>Deal Value normalizzato (m$)</th>
<th>EV/EBITDA Target quote</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Albacut SA</td>
<td>BSA SA</td>
<td>98,13</td>
<td>25,40%</td>
<td>10,70</td>
<td>20,00%</td>
<td>77,27</td>
<td>36,11</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianman International Holdings Ltd</td>
<td>Sichuan Development Holdings Co Ltd</td>
<td>53,34</td>
<td>27,00%</td>
<td>26,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>39,51</td>
<td>7,45</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Aravali Investment Holdings</td>
<td>51,96</td>
<td>26,50%</td>
<td>5,10</td>
<td>20,00%</td>
<td>39,82</td>
<td>39,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Victoria Milling Co Inc</td>
<td>Multiple acquirers</td>
<td>45,39</td>
<td>14,80%</td>
<td>39,00</td>
<td>20,00%</td>
<td>61,34</td>
<td>7,86</td>
</tr>
<tr>
<td>DFM Foods Ltd</td>
<td>Al Global Investments Cyprus PCC Ltd</td>
<td>45,29</td>
<td>26,00%</td>
<td>7,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>34,84</td>
<td>7,83</td>
</tr>
<tr>
<td>Tianjin Guoxiang 18th Street Mahua Food Co Ltd</td>
<td>Shuane International Trust Co Ltd</td>
<td>43,78</td>
<td>10,00%</td>
<td>15,40</td>
<td>20,00%</td>
<td>87,56</td>
<td>28,43</td>
</tr>
<tr>
<td>Ginge Foodsstuffs Group Caiwei Co Ltd</td>
<td>Private Investor</td>
<td>29,22</td>
<td>15,46%</td>
<td>10,20</td>
<td>20,00%</td>
<td>37,80</td>
<td>18,53</td>
</tr>
<tr>
<td>Adigong Maternal &amp; Child Health Ltd</td>
<td>Sunfield Global Growth Fund SPC</td>
<td>25,48</td>
<td>14,30%</td>
<td>6,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>35,64</td>
<td>27,00</td>
</tr>
<tr>
<td>Hindustan Foods Ltd</td>
<td>Convergent Finance LLP</td>
<td>21,65</td>
<td>26,00%</td>
<td>1,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>16,65</td>
<td>52,04</td>
</tr>
<tr>
<td>Spritzer BHD</td>
<td>Dymon Asia Private Equity</td>
<td>15,08</td>
<td>13,04%</td>
<td>12,60</td>
<td>20,00%</td>
<td>23,13</td>
<td>9,18</td>
</tr>
<tr>
<td>Munkar Co Ltd</td>
<td>CI Cheilladeng Corp</td>
<td>13,02</td>
<td>12,28%</td>
<td>14,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>21,21</td>
<td>7,16</td>
</tr>
<tr>
<td>Diamond Estates Wines &amp; Spirits Ltd</td>
<td>Lussende Industries Inc</td>
<td>4,27</td>
<td>19,90%</td>
<td>2,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>4,29</td>
<td>8,54</td>
</tr>
<tr>
<td>Kossaou Co Ltd</td>
<td>JFHK Holdings Inc</td>
<td>2,98</td>
<td>13,70%</td>
<td>0,80</td>
<td>20,00%</td>
<td>4,35</td>
<td>27,19</td>
</tr>
<tr>
<td>GOYO foods Industry Co Ltd</td>
<td>NCB Capital Co Ltd</td>
<td>2,64</td>
<td>16,52%</td>
<td>1,50</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,20</td>
<td>10,65</td>
</tr>
<tr>
<td>Badarin Group Ltd</td>
<td>Asia Mark Development Ltd</td>
<td>1,97</td>
<td>13,00%</td>
<td>3,90</td>
<td>20,00%</td>
<td>3,02</td>
<td>3,87</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**MEDIA:** 18,24% 10,56 32,64 20,49

Il rapporto tra i valori ha permesso di definire uno sconto medio di liquidità del 15,61%.

*Sconto di liquidità medio di settore F&B = \( \frac{20.49 - 1}{17.72} \)%*  
*Sconto di liquidità medio di settore F&B = 15,61%*
Gli sconti di liquidità determinati nei settori Energy&Utilities e Information Technology risultano in linea con gli studi del recente passato; in particolare, in riferimento a quelli condotti da Aswath Damodaran. Una particolare attenzione è posta al settore Food&Beverage. Gli sconti determinati risultano al di sotto di quelli tradizionalmente convenuti, in genere attorno al 20-30%. La circostanza in cui le acquiror percepiscono uno sconto minore in riferimento a tale settore, evidenzia la maggiore liquidità del mercato in questione. Questo importante risvolto conferma in linea generale i trend positivi del settore affrontati nel primo capitolo, in particolare modo in riferimento al mercato domestico. La maggiore liquidità dello stesso conferma che l’argomento del cibo e delle bevande abbia catturato l’interesse globale al riguardo. Il mondo, al giorno d’oggi, è proiettato verso un livello di surriscaldamento globale senza precedenti. Un cambiamento di rotta risulta quanto mai obbligatorio, che abbia come obiettivo il rispetto dell’ambiente e della sostenibilità. Le creazioni di start up all’interno del settore Food&Beverage, infatti, sono all’ordine del giorno, concentrando i propri sforzi verso una maggiore presenza dell’healty food sopra le nostre tavole.