



Dipartimento di **Impresa e Management**

Cattedra di **Valutazioni d'Azienda**

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 quotate	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 quotate.....	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
<i>Conclusioni</i>.....	116
<i>Bibliografia</i>	119
<i>Sitografia</i>.....	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.

Uno studio⁴ pubblicato da *McKinsey & Company*⁵ basato su un campione di 160 transazioni - ritenute essere una buona cifra di ponderazione - ha evidenziato come la maggior parte dei fallimenti *post-M&A*, derivi da un'errata stima, in sede di *forecasting*⁶ *pre-M&A*, dei ricavi derivanti da sinergie⁷ attraverso l'operazione come: l'accesso ai consumatori target; lo sfruttamento di migliori canali distributivi e lo sfruttamento di nuove aree geografiche. Oltre il 70% delle società risultano non avere raggiunto il proprio ricavo obiettivo a causa di una sovrastima delle sinergie, le quali, invece, avrebbero dovuto rappresentare il motore trainante dell'operazione.

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 combination*⁸.

Un'azienda di manifattura chimica si era proposta di abbattere costi annuali per \$210 milioni in luogo di un costo *una tantum*⁹ 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

⁴ Christofferson S.A., McNish R.S., Sias D.L., "Where mergers go wrong", McKinsey Quarterly, 2004.

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*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&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 seguito¹¹ 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 emergenti¹² in rapida crescita. Storicamente le aziende statunitensi hanno

¹⁰ Strumento atto a identificare gli standards di riferimento.

¹¹ DePamphilis D.M., "Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities", cap. "Cross-Border Mergers and Acquisitions", Eight Edition, Academic Press, 2018.

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*¹³ spesso risultano necessarie per consolidare settori che abbiano proiezioni globali¹⁴. 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 consolidazioni 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. Esternalizzare¹⁵ 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*¹⁶, spesso l'applicazione di tali competenze non è sufficiente a garantire un successo internazionale¹⁷. 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.

¹⁴ <https://www.bain.com/contentassets/fe0330765f7f478091d189867a614780/bain-report-manda-in-disruption-2018-in-review.pdf>

¹⁵ Operazione di trasferimento di servizi e funzioni interni a un'azienda a fornitori esterni.

¹⁶ Wal-Mart Stores Inc, multinazionale statunitense leader nella vendita dei prodotti al dettaglio, fondata da Sam Walton nel 1962.

¹⁷ <https://www.nytimes.com/2006/05/23/business/worldbusiness/walmart-selling-stores-and-leaving-south-korea.html>

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'entrata¹⁸ 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'euro, andrebbe a ridurre, in via generale, quelli che sarebbero i costi di investimento per una società americana in un paese europeo.

Alla base¹⁹ 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.

¹⁹ Stowell D.P., "Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity", cap. "Mergers and Acquisitions", Academic Press, 2018.

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'*advisor*²⁵, 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.

²³ Marks K.H., Slee R.T., Bles C.W., Nall M.R., "Middle Market M&A: Handbook for Investment Banking and Business Consulting", Wiley, 2012.

²⁴ Comana M., "Corporate & Investment Banking", McGraw-Hill, 2016.

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*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*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.

3. Marketing Book.

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 complementarietà 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, diversamente 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. Differentemente 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.

6. Strutturazione della transazione.

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 Differentemente 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 esplicitate 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 annuali³⁵ 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 sfavorevoli³⁶.

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 procinto 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 2018³⁷ 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.³⁸ 5.871 miliardi di dollari) e quello del 2007 (ca. 5.647 miliardi di dollari).



Annual closed deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk

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%

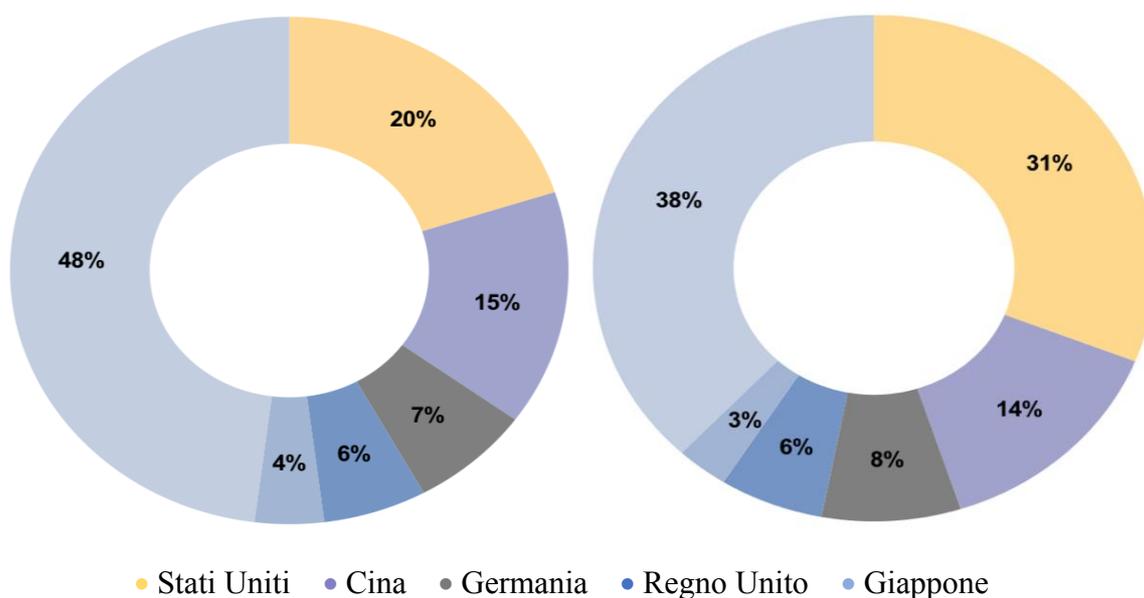
³⁷ www.bvdinfo.com/BvD/media/reports/Global-M-A-Review-2018.pdf

³⁸ Circa.

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*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.



Top 5 global target countries by deal volume and value in 2018, Bureau van Dijk

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 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	2016	2017	2018
Other services	38,448	38,729	36,346
Machinery, equipment, furniture, recycling	11,986	11,089	11,274
Wholesale & retail trade	6,442	6,662	6,050
Chemicals, rubber, plastics	6,014	5,688	5,081
Publishing, printing	5,923	5,522	4,586
Metals & metal products	5,716	5,197	4,426
Construction	3,786	3,887	3,875
Primary sector	3,288	2,869	2,567
Food, beverages, tobacco	2,376	2,334	2,003
Gas, water, electricity	1,963	1,998	1,939
Banks	2,292	2,168	1,816
Education, health	1,790	2,048	1,695
Transport	2,190	2,066	1,666
Insurance companies	1,403	1,385	1,257
Hotels & restaurants	1,465	1,357	1,256
Post and telecommunications	1,199	1,197	1,070
Textiles, wearing apparel, leather	993	976	939
Wood, cork, paper	622	590	688
Public administration and defence	82	71	65

Target sector by global deals volume in 2018, Bureau van Dijk

Target sector	2016 (mil USD)	2017 (mil USD)	2018 (mil USD)
Other services	1,455,806	1,291,556	1,684,598
Machinery, equipment, furniture, recycling	667,460	584,748	625,765
Chemicals, rubber, plastics	510,231	387,911	476,550
Primary sector	275,922	296,976	278,566
Banks	212,621	331,131	273,639
Gas, water, electricity	257,376	251,687	263,775
Insurance companies	79,551	177,617	210,439
Construction	192,477	290,835	197,449
Post and telecommunications	118,013	127,774	195,760
Wholesale & retail trade	230,237	240,683	190,247
Publishing, printing	140,371	135,379	186,832
Transport	169,279	176,703	175,294
Food, beverages, tobacco	245,598	185,761	137,063
Metals & metal products	148,524	123,262	128,344
Education, health	37,389	61,223	79,807
Hotels & restaurants	71,298	62,892	76,399
Wood, cork, paper	19,500	24,052	43,117
Textiles, wearing apparel, leather	26,340	47,425	27,902
Public administration and defence	1,055	2,188	2,797

Target sector by global deals value in 2018, Bureau van Dijk

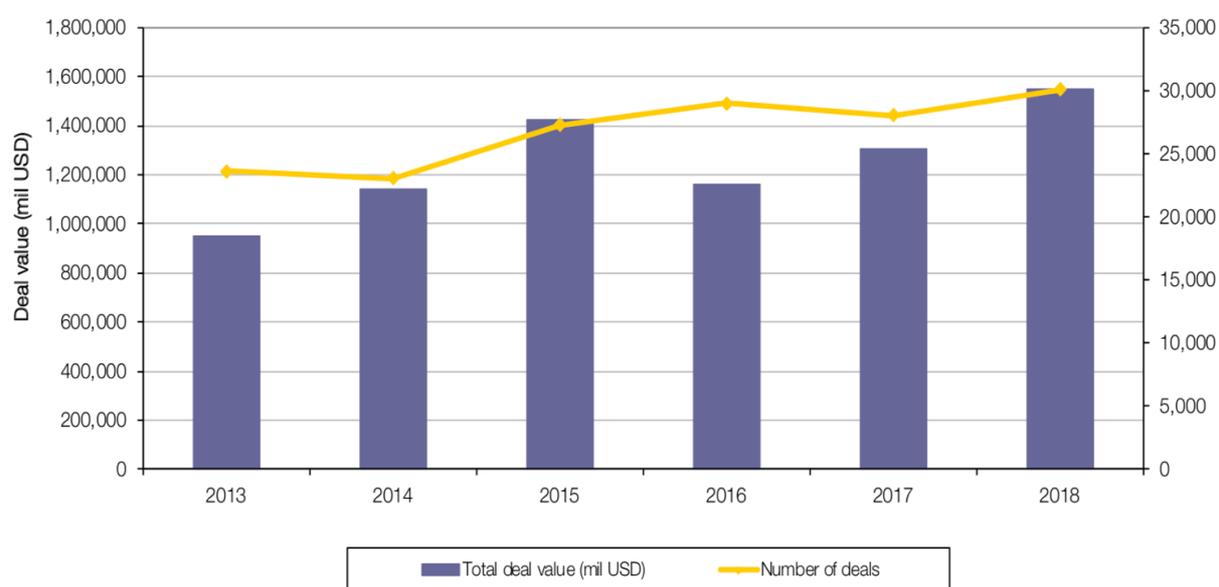
Il ranking delle società che offrono servizi finanziari, le quali operano da advisors nelle operazioni di M&A, ha visto la multinazionale americana JP Morgan attestarsi al primo posto nel 2018. La più grande banca degli Stati Uniti per capitalizzazione ha concluso un numero di operazioni di mergers and 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*.

⁴⁰ <https://www.worldpipelines.com/business-news/06092018/morgan-stanley-takes-top-spot-in-global-datas-oil-and-gas-industry-financial-advisers-league-table-for-2q18/>

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

	Deal value (mil USD)	Deal type	Target	Target country	Acquiror	Acquiror country
1.	62,373	Acquisition 100%	Shire plc	GB	Takeda Pharmaceutical Co., Ltd	JP
2.	47,879	Acquisition 100%	Sky plc	GB	Comcast Corporation via acquisition vehicle Comcast Bidco Ltd	GB
3.	46,533	Acquisition 77%	Innogy SE	DE	E ON Verwaltungs SE	DE
4.	31,936	Acquisition 100%	Abertis Infraestructuras SA	ES	Hochtief AG	DE
5.	21,824	Acquisition 100%	Unitymedia GmbH; among other international assets	DE	Vodafone Group plc	GB
6.	20,734	Acquisition 100%	Abertis Infraestructuras SA	ES	Abertis Holdco SA; Abertis Participaciones SA	ES; ES
7.	17,764	Acquisition 100%	RELX NV	NL	RELX plc	GB
8.	14,098	Acquisition 100%	DEA Deutsche Erdoel AG	DE	Wintershall Holding GmbH	DE
9.	13,823	Acquisition 77% to 100%	Innogy SE	DE	E ON Verwaltungs SE	DE
10.	13,200	IBO 100%	Johnson Controls International plc's power solutions division	IE	Brockfield Asset Management Inc via acquisition vehicle BCP Acquisitions LLC	US
11.	13,000	Acquisition 64% to 100%	GlaxoSmithKline Consumer Healthcare Holdings Ltd	GB	GlaxoSmithKline plc	GB
12.	11,721	IBO 100%	Akzo Nobel NV's speciality chemicals unit	NL	Co-investors; Carlyle Europe Partners IV LP; Carlyle Partners VII LP; GIC Pte Ltd	NA; US; US; SG
13.	10,902	Acquisition 23% to 100%	EDP Energias de Portugal SA	PT	China Three Gorges (Europe) SA	LU
14.	10,592	Acquisition 100%	GKN plc	GB	Melrose Industries plc	GB
15.	10,019	Acquisition 100%	ASDA Group Ltd	GB	J Sainsbury plc	GB
16.	9,058	Acquisition 83% to 100%	EDP Renovaveis SA	ES	China Three Gorges (Europe) SA	LU
17.	7,827	Acquisition 100%	Randgold Resources Ltd	GB	Barrick Gold Corporation	CA
18.	7,400	Acquisition 100%	Arris International plc	GB	CommScope Holding Company Inc.	US
19.	7,137	Acquisition 100%	Magneti Marelli SpA	IT	CK Holdings Co., Ltd	JP
20.	6,774	Acquisition 18% to 60%	CNP Assurances SA	FR	La Poste SA	FR

Top 20 Western Europe deals by value, 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.

Importanti⁴¹ 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.

⁴¹ <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-09-24/la-tv-futuro-inizia-oggi-come-trasformera-mercato-comcast-sky-201011.shtml?uud=AERgAy6F>

Target country	2016 (mil USD)	2017 (mil USD)	2018 (mil USD)
UK	395,075	291,853	413,602
Germany	108,911	170,041	327,405
Spain	88,706	110,019	176,705
France	140,735	175,360	126,145
Netherlands	103,429	154,014	121,852
Italy	75,945	103,439	80,733
Switzerland	106,011	78,936	58,882
Sweden	46,765	40,487	49,253
Luxembourg	32,640	24,688	32,715
Ireland	11,448	21,329	25,899
Portugal	11,551	9,328	24,509
Finland	15,901	18,772	24,405
Belgium	14,663	12,346	22,034
Norway	14,533	20,836	17,779
Denmark	9,997	36,569	17,468
Austria	14,548	11,101	14,857
Turkey	4,928	24,659	12,954
Greece	4,438	1,642	8,080
Cyprus	3,076	7,151	5,399
Monaco	30	38	1,121

Target country by value in Western Europe, Bureau van Dijk

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.

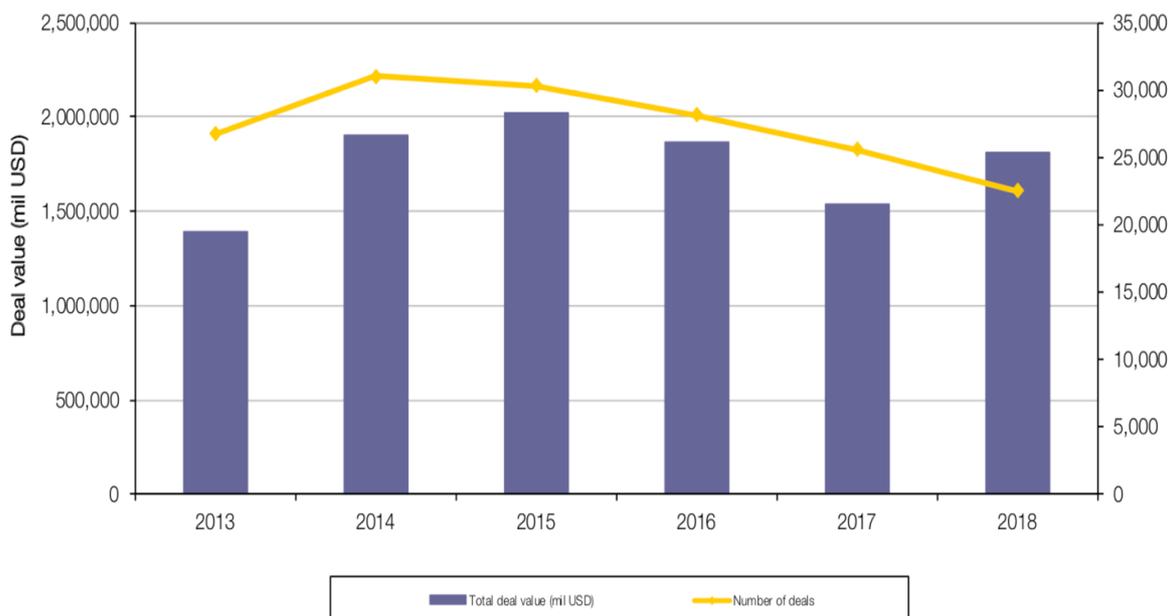
Sebbene la Germania abbia annunciato un numero maggiore di deals (6.364) rispetto al Regno Unito, il loro controvalore è risultato essere di \$327,4 miliardi, notevolmente inferiore ai \$413,6 miliardi dello UK. Ciononostante il volume di deals realizzato in Germania risulta essere il più alto di sempre.

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).

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

	Deal value (mil USD)	Deal type	Target	Target country	Acquirer	Acquirer country	Announced date
1.	85,100	Acquisition 100%	Twenty-First Century Fox Inc.	US	The Walt Disney Company via acquisition vehicle TWDC Holdco 613 Corporation	US	20/06/2018
2.	67,000	Acquisition 100%	Express Scripts Holding Company	US	CIGNA Corporation	US	08/03/2018
3.	59,000	Acquisition 100%	Sprint Corporation	US	T-Mobile US Inc.	US	29/04/2018
4.	35,600	Acquisition 100%	Andeavor	US	Marathon Petroleum Corporation via acquisition vehicle Mahi LLC	US	30/04/2018
5.	34,000	Acquisition 100%	Red Hat Inc.	US	International Business Machines Corporation	US	28/10/2018
6.	29,800	Demerger 67%	Alice USA Inc.	US	Shareholders		08/01/2018
7.	27,000	Acquisition 100%	Energy Transfer Partners LP	US	Energy Transfer Equity LP	US	01/08/2018
8.	25,000	Capital Increase	iBrands Corporation Inc.	US			13/09/2018
9.	23,552	Acquisition 100%	Rockwell Collins Inc.	US	United Technologies Corporation	US	26/11/2018
10.	21,700	Acquisition 82% to 100%	VMware Inc.	US	Dell Technologies Inc.	US	08/09/2018
11.	20,000	IBO 55%	Thomson Reuters Corporation's financial and risk business	CA	The Blackstone Group LP, Canada Pension Plan Investment Board, GIC Pte Ltd	US, CA, SG	30/01/2018
12.	18,731	Acquisition 100%	Dr Pepper Snapple Group Inc.	US	Keurig Green Mountain Inc.	US	29/01/2018
13.	18,400	Acquisition 100%	CA Inc.	US	Broadcom Inc.	US	11/07/2018
14.	15,704	Acquisition 100%	L3 Technologies Inc.	US	Harris Corporation	US	12/10/2018
15.	14,600	Acquisition 100%	Scana Corporation	US	Dominion Energy Inc.	US	03/01/2018
16.	12,641	Minority stake 3% to 5%	Apple Inc.	US	Berkshire Hathaway Inc.	US	01/01/2018
17.	11,600	Acquisition 100%	Bioerativ Inc.	US	Sanofi SA	FR	22/01/2018
18.	11,400	Acquisition 100%	Forest City Realty Trust Inc.	US	Brookfield Asset Management Inc.	CA	30/07/2018
19.	11,100	Acquisition 100%	General Electric Company's transportation business	US	Westinghouse Air Brake Technologies Corporation	US	21/05/2018
20.	10,900	Acquisition 100%	Pinnacle Foods Inc.	US	Conagra Brands Inc.	US	27/06/2018

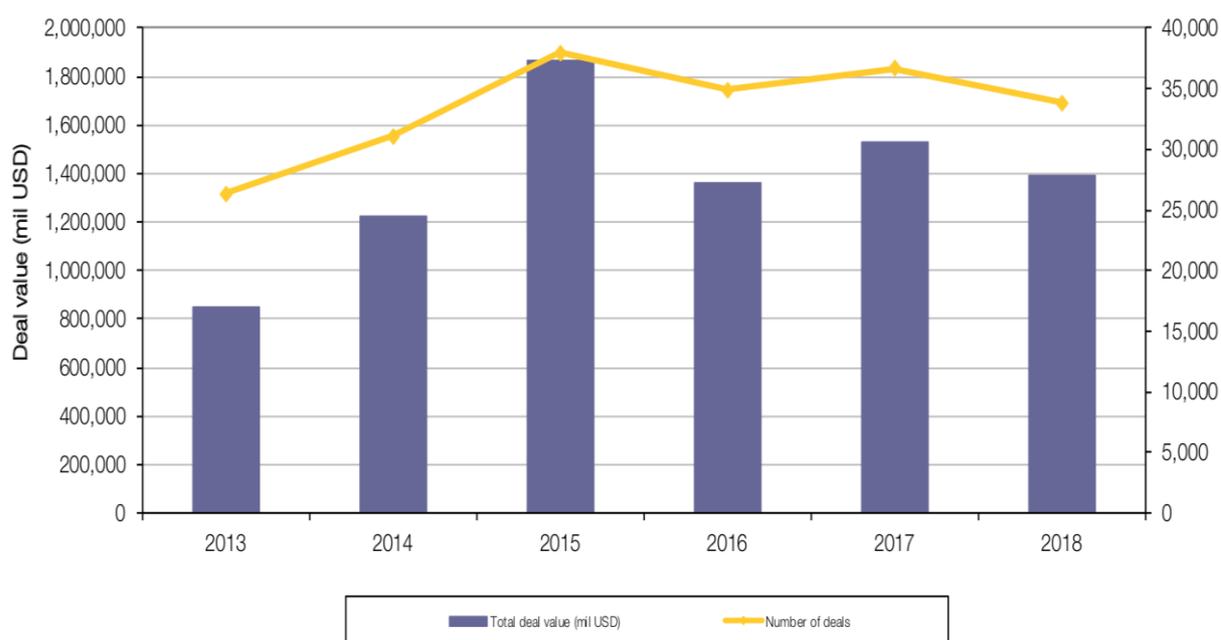
Top 20 North America deals by value, Bureau van Dijk

L'annuncio di acquisizione di *21st 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. Già⁴² 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*.

⁴² <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-03-20/nasce-gigante-disney-fox-completato-deal-71-miliardi-dollari-120629.shtml?uuid=ABpVbAgB>

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

	Deal value (mil USD)	Deal type	Target	Target country	Acquiror	Acquiror country
1.	17,237	Capital Increase	Bank of China Ltd	CN		
2.	14,999	Capital Increase 7%	Agricultural Bank of China Ltd	CN	New China Life Insurance Co., Ltd; Central Huijin Investment Co., Ltd; Ministry of Finance of the People's Republic of China; China National Tobacco Corporation; Shanghai Haiyan Investment Management Co., Ltd; China National Tobacco Corporation Hubei Province Company; Zhongwei Capital Holding Co., Ltd	CN
3.	14,000	Minority stake	Ant Financial Services Group	CN	Carlyle Group LP; Warburg Pincus LLC; Silver Lake Technology Management LLC; T Rowe Price Associates Inc.; Investors; Sequoia Capital Operations LLC; Temasek Holdings Pte Ltd; Khazanah Nasional Bhd; BlackRock Inc.; Canada Pension Plan Investment Board; Discovery Capital Management Corporation; Baillie Gifford & Co Ltd; Tiger Global Management LLC; General Atlantic LLC; Primavera Capital Management Ltd; GIC Pte Ltd; Janchor Partners Ltd	US; US; US; US; US; SG; MY; US; CA; CA; GB; US; US; KY; SG; HK
4.	14,000	Acquisition majority stake	Flipkart Pte Ltd	SG	Wal-Mart International Holdings Inc.	US
5.	9,666	Capital Increase	Anbang Insurance Group Co., Ltd	CN	China Insurance Security Fund Co., Ltd	CN
6.	9,469	Capital Increase	Bank of Communications Co., Ltd	CN		
7.	8,210	Acquisition 100%	Yantai Wanhua Chemical Co., Ltd	CN	Wanhua Chemical Group Co., Ltd	CN
8.	7,500	Minority stake 48%	Wanhua Chemical Group Co., Ltd	CN	Yantai Wanhua Chemical Co., Ltd	CN
9.	7,371	Acquisition 100%	Yunnan Baiyao Holdings Co., Ltd	CN	Yunnan Baiyao Group Co., Ltd	CN
10.	6,752	Acquisition 51%	Sydney Motorway Corporation Pty Ltd	AU	The Sydney Transport Partners	AU

Top 20 Asia and Asia Pacific deals by value, 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*⁴³ 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*⁴⁴ e di aumentare il ratio per l'adeguatezza patrimoniale al fine di mantenerlo 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*⁴⁵.

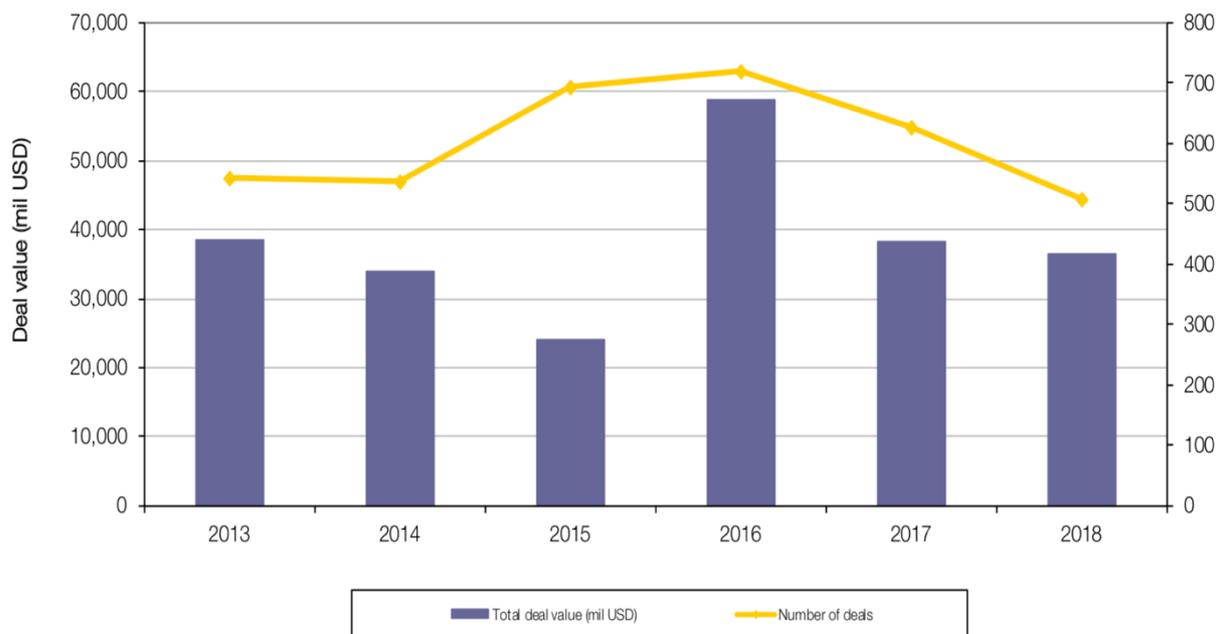
Nel 2018, il numero di operazioni aventi come target la Cina, ha rappresentato il 43,5% del volume totale registrato nella regione e il 55% del controvalore. La flessione delle operazioni di fusione e acquisizione nel paese ha contribuito a rendere tali numeri di regione inferiori a quelli del 2017.

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.

Nonostante il valore abbia flessione per l'intero 2018, risulta comunque essere superiore ai numeri del 2015, 2014 e 2012.

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.



MENA deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk

⁴⁵ Crediti deteriorati. Prestiti la cui riscossione è considerata a rischio sotto diversi profili.

	Deal value (mil USD)	Deal type	Target	Target country	Acquiror	Acquiror country
1.	4,960	Acquisition 100%	Alawwal Bank	SA	The Saudi British Bank	SA
2.	4,295	Capital Increase 24%	Emirates NBD PJSC	AE		
3.	1,722	Acquisition 100%	Sahara Petrochemical Company	SA	Saudi International Petrochemical Company	SA
4.	1,395	Capital Increase 25%	Dubai Islamic Bank plc	AE		
5.	1,050	Acquisition 100%	Saham SA	MA	Sanlam Emerging Markets Ireland Ltd	IE
6.	1,000	Capital Increase	Khalifa Port Free Trade Zone	AE	Undisclosed acquirors; Jiangsu Provincial Overseas Cooperation and Investment Company; Nantong Suzhong Construction Co., Ltd; Lianyungang Antun Oilfield Chemicals Co., Ltd; Jiangsu Dafeng Port Holding Group	CN; CN; CN; CN
7.	1,000	Acquisition 100%	GFH Financial Group BSC's Real Estate Portfolio	AE	Undisclosed bidder	
8.	934	Minority stake 10%	IEOC Production BV's Shorouk concession	EG	Mubadala Petroleum Services Company LLC	AE
9.	899	Capital Increase 31%	Bank Aljazira	SA	Shareholders; Institutional Investors	
10.	624	Capital Increase 80%	Global Telecom Holding SAE	EG		
11.	600	Minority stake 10%	Abu Dhabi Company for Offshore Oil Operations	AE	Indian Oil Corporation Ltd; ONGC Videsh Ltd; Bharat PetroResources Ltd	IN; IN; IN
12.	599	Acquisition 100%	Emaar Hospitality Group LLC's five hotels	AE	Abu Dhabi National Hotels PSC	AE
13.	550	Minority stake 5%	ADNOC Drilling	AE	Baker Hughes a GE Company LLC	US
14.	536	Acquisition 100%	Al Safi Danone Company Ltd	SA	National Agricultural Development Company PJSC	SA
15.	518	Minority stake 37%	East Mediterranean Gas Company SAE	EG	EMED Pipeline BV	NL
16.	502	Minority stake 28%	Arab Potash Company	JO	SDIC Mining Investment Co., Ltd	CN
17.	500	Minority stake	Careem Networks FZ LLC	AE	Investors; Kingdom Holdings Company; Rakuten Inc.; Al-Tayyar Travel Group; STV Capital	SA; JP; SA; SA
18.	450	Acquisition 100%	Marathon Oil Libya Ltd	LY	Elf Aquitaine SAS	FR
19.	440	Acquisition 100%	Moghan Agro-Industrial & Animal Husbandry Company	IR		
20.	439	Capital Increase	Al Farwaniya Property Developments LLC	AE	Agility The Public Warehousing Company KSC	KW

Top 20 MENA deals by value, Bureau van Dijk

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.

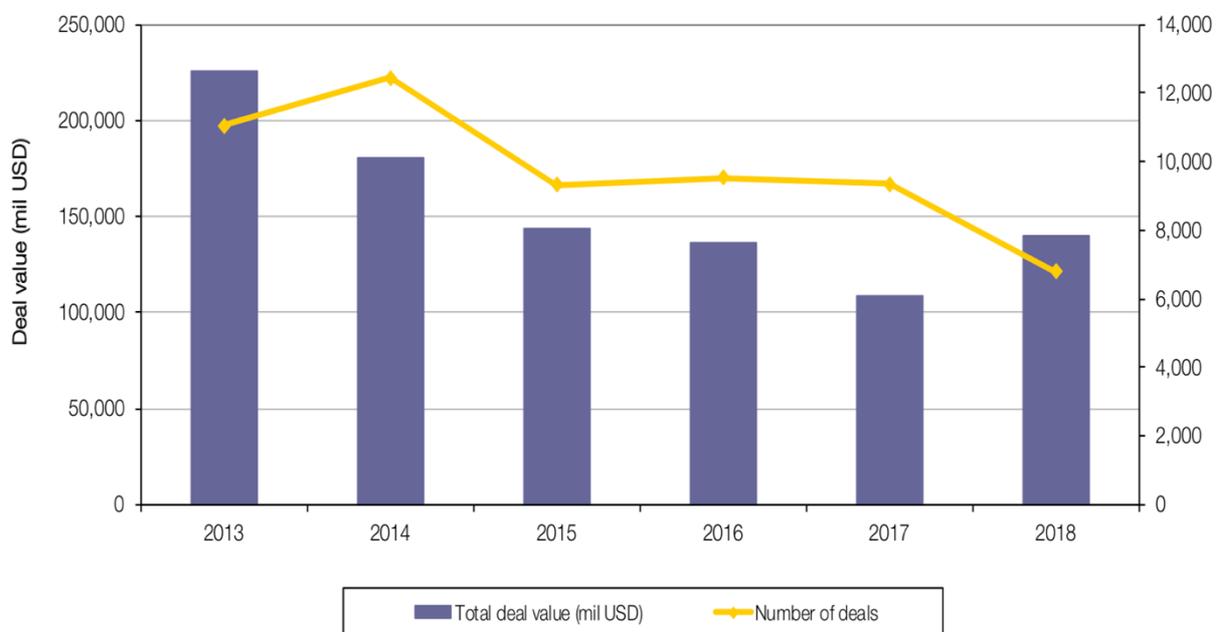
L'Egitto guida la classifica dei paesi in cui sono avvenuti più deals all'interno della regione MENA, contabilizzando 135 operazioni, ma solo tre di queste figurano nella top 20 per valore. Per quanto riguarda il valore aggregato, gli Emirati Arabi Uniti nel 2018 hanno chiuso operazioni per un valore totale di 13,9 miliardi di dollari, il quale rappresenta un significativo incremento rispetto agli \$8,1 miliardi registrati nel 2017.

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.



Russia & Central and Eastern Europe deals by volume and value from 2013 to 2018, Bureau van Dijk

	Deal value (mil USD)	Deal type	Target	Target country	Acquiror	Acquiror country
1.	21,824	Acquisition 100%	UPC Magyarország Telekomunikációs Kft; UPC Romania SRL; UPC Ceska Republika SRO; among other international assets	HU; RO; CZ	Vodafone Group plc	GB
2.	13,023	Minority stake 20%	Neftyanaya Kompaniya Rosneft PAO	RU		
3.	10,032	Minority stake 17%	Neftyanaya Kompaniya LUKoil PAO	RU	Undisclosed Acquiror; Lukoil Securities Ltd	NA; CY
4.	8,030	Minority stake 19%	Novatek PAO	RU	Ena Invest OOO	RU
5.	6,800	Minority stake 19% to 19%	Novatek PAO	RU	Total SA	FR
6.	3,799	Acquisition 100%	Union Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	PL	Generali CEE Holding BV	NL
7.	3,286	IBO 100%	Telenor doo; Telenor Bulgaria EAD; Telenor Magyarország Zrt	RS; ME; BG; HU	PPF Group NV	NL
8.	2,624	Minority stake 29%	Magnit PAO	RU	VTB Infrastrukturnye Investitsii OOO	RU
9.	2,550	Minority stake 10%	Arktik SPG 2 OOO	RU	Total SA	FR
10.	2,378	Merger 99% and 100% Merger	Pivovarnya Moskva-Efes ZAO; Anheuser-Busch InBev SA/NV's business in Russia; Anheuser-Busch InBev SA/NV's business in Ukraine; Anadolu Efes Biracilik ve Malt Sanayii AS's business in Ukraine	RU;RU; UA; UA	AB InBev-Efes BV	NL
11.	2,292	Acquisition 84%	Unipro PAO	RU	Uniper SE	DE
12.	2,199	IBO 100%	Zentiva Group AS	CZ	AI Sirona Bidco SRO	CZ
13.	1,842	Acquisition 99%	Promsnyazbank PAO	RU	Federalnoe Agentstvo po Upravleniyu Gosudarstvennym Imushchestvom	RU
14.	1,658	Acquisition 99%	Euro Bank SA	PL	Bank Millennium SA	PL
15.	1,593	Acquisition 95% and 100%	Donskoi Tabak AO; Perestavl Tabak AO; among other international assets	RU; RU	Japan Tobacco Inc.	JP
16.	1,477	Minority stake 30% to 34%	Gorno-Metallurgicheskaya Kompaniya Norilskii Nikel PAO	RU	Bonico Holdings Co Ltd	CY
17.	1,201	Acquisition 100%	A-R-A Retail Centers Sarl's portfolio of 28 shopping centres and retail parks in Poland	PL	Chariot Top Group BV	NL
18.	1,163	IBO 60%	Luminor Bank AB	LT	The Blackstone Group LP; Undisclosed acquirors	US; NA
19.	1,149	Acquisition 63% to 100%	Unipetrol AS	CZ	Polski Koncern Naftowy Orlen SA	PL
20.	1,106	Capital Increase 82%	GAZ PAO	RU		

Top 20 Russia & Central and Eastern Europe deals by value, 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 europei⁴⁶ di Bruxelles di recente hanno fatto recapitare a *Vodafone* una "list of objections"⁴⁷ 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*⁴⁸, noto

⁴⁶ <https://www.ft.com/content/a7c78f02-5550-11e9-91f9-b6515a54c5b1>

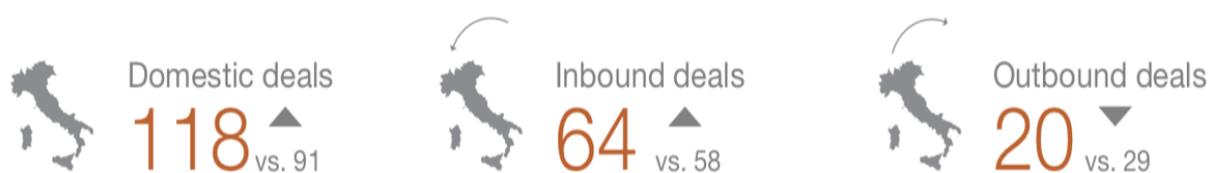
⁴⁷ Protesta formale sollevata dinanzi la corte durante un processo nella giurisdizione statunitense. Locuzione da contestualizzare in ambito economico, facendo riferimento a una serie di opposizioni all'operazione tali per cui possano sollevare preoccupazioni nel sistema economico regionale.

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



Italian M&A market by volume in terms of Domestic, Inbound and Outbound deals, PwC Italia

Il mercato M&A italiano⁴⁹ 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 finanziari⁵⁰, 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*.

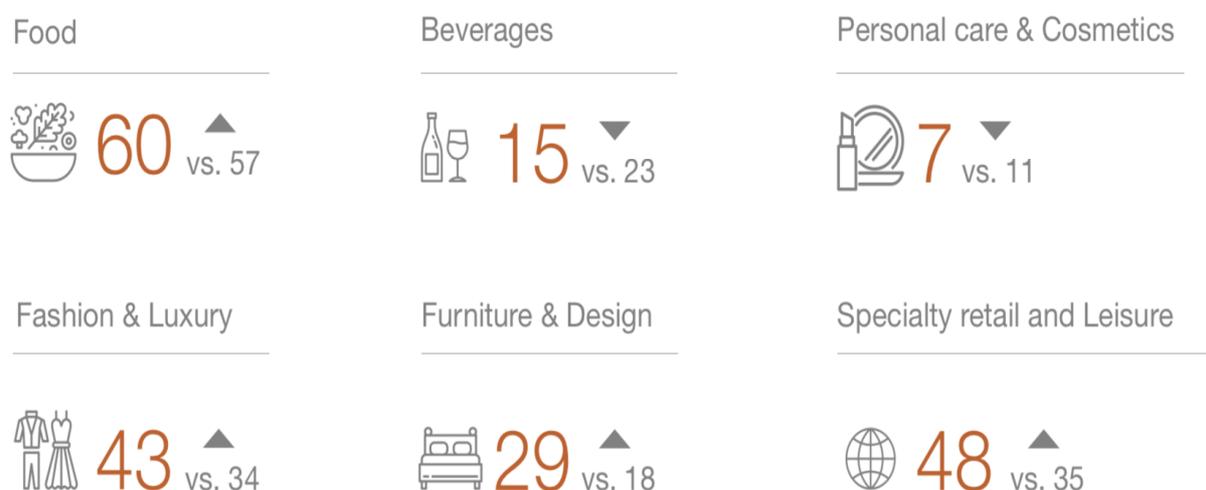
I *corporate buyers* hanno focalizzato le proprie attenzioni sul mercato domestico, facendo registrare un decremento delle operazioni *outbound*⁵¹, passando dalle 27 del 2017 alle 20 del 2018.

⁴⁹ <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 OPA⁵² 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*.



Number of deals by segment on the Italian market 2018 vs 2017, PwC Italia

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 *inbound*⁵³ hanno registrato multipli più alti rispetto ai multipli riferiti alle operazioni *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

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

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.

	Deals by segment for strategic investors	Deals by segment for financial investors
 Food	41 vs. 42	19 vs. 15
 Beverages	9 vs. 20	6 vs. 3
 Personal care & Cosmetics	5 vs. 5	2 vs. 6
 Fashion & Luxury	20 vs. 22	23 vs. 12
 Furniture & Design	7 vs. 14	22 vs. 4
 Specialty retail and Leisure	29 vs. 21	19 vs. 14

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

“Oggi giorno 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 *così 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 pagherebbe 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, l'analisi di settore, le strategie dei principali competitors 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*⁵⁸ 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 patrimoniale⁵⁹, 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.

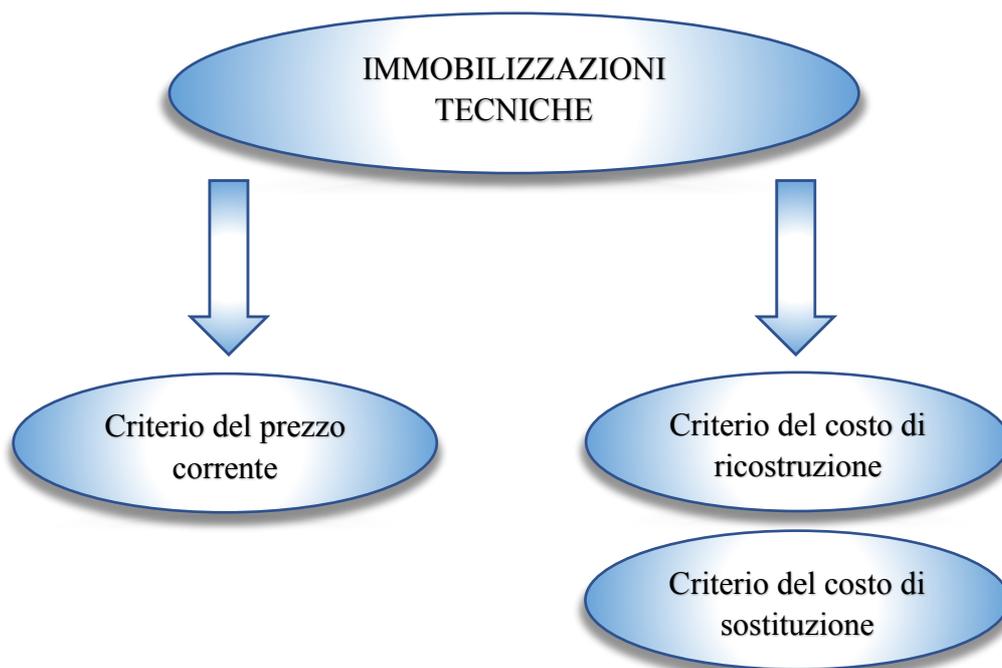
La revisione ha come punto di partenza il capitale netto di bilancio, comprensivo dell'utile di esercizio, riferito a una situazione patrimoniale contabile a una data specifica. La revisione può essere altresì omessa nel caso in cui il bilancio consti di una certificazione, altrimenti occorre procedere 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.

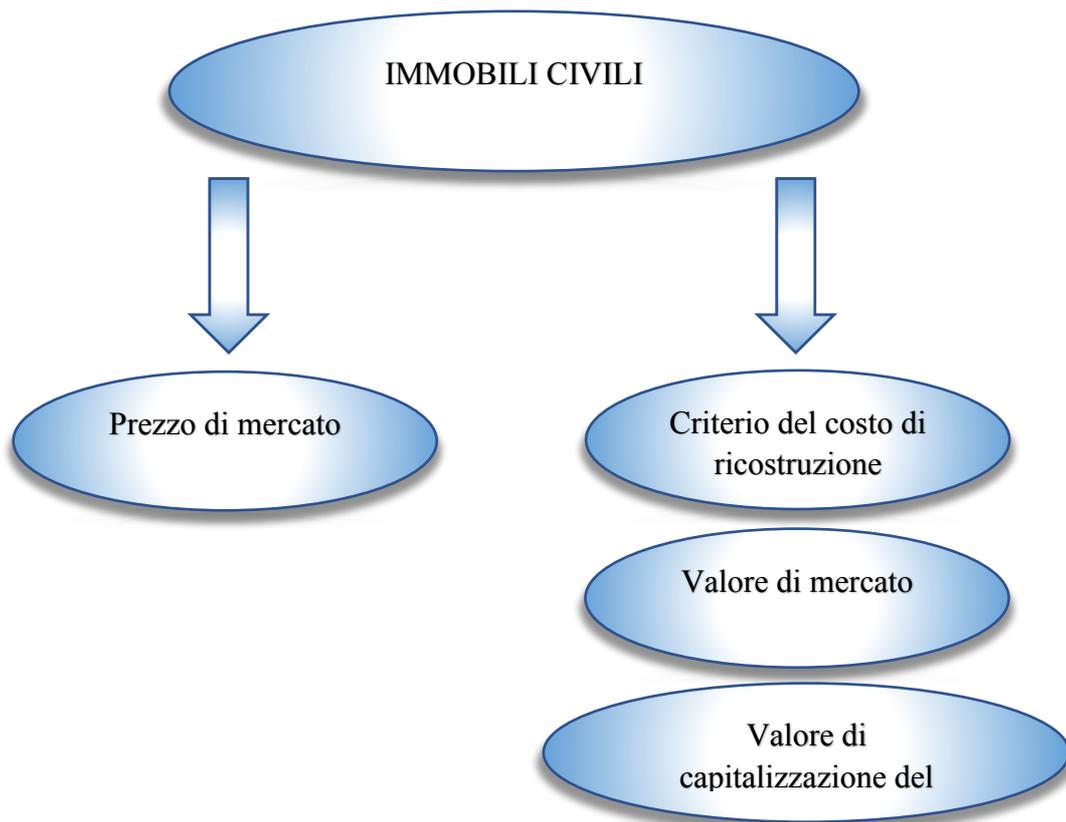
In particolar modo, si procede alla stima a valori correnti delle seguenti attività.

⁵⁹ Guatri L., Bini M., "La valutazione d'aziende", Egea, 2016.



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.

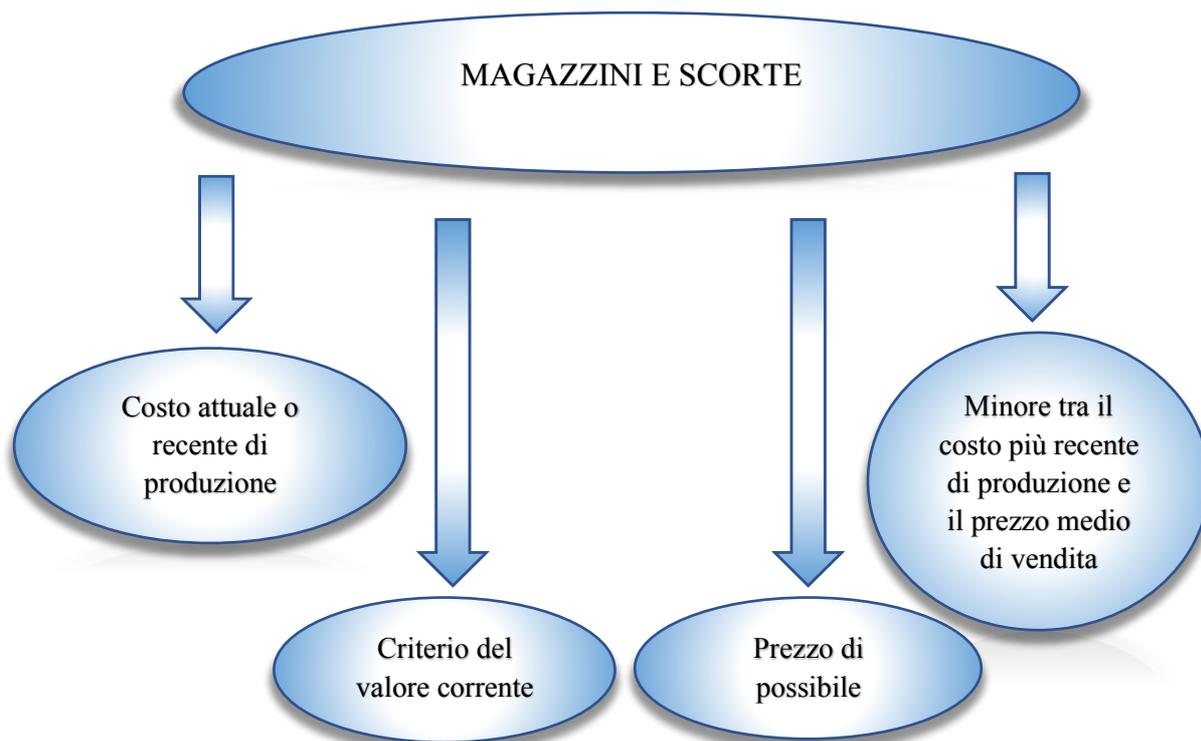
Il valore di capitalizzazione del reddito si determina applicando al reddito, netto o lordo, la formula di capitalizzazione della rendita perpetua(1) o limitata a n anni(2), di seguito riportata:

$$1) W = \frac{R}{i}$$

$$2) W = R a_{n|i}$$

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 .



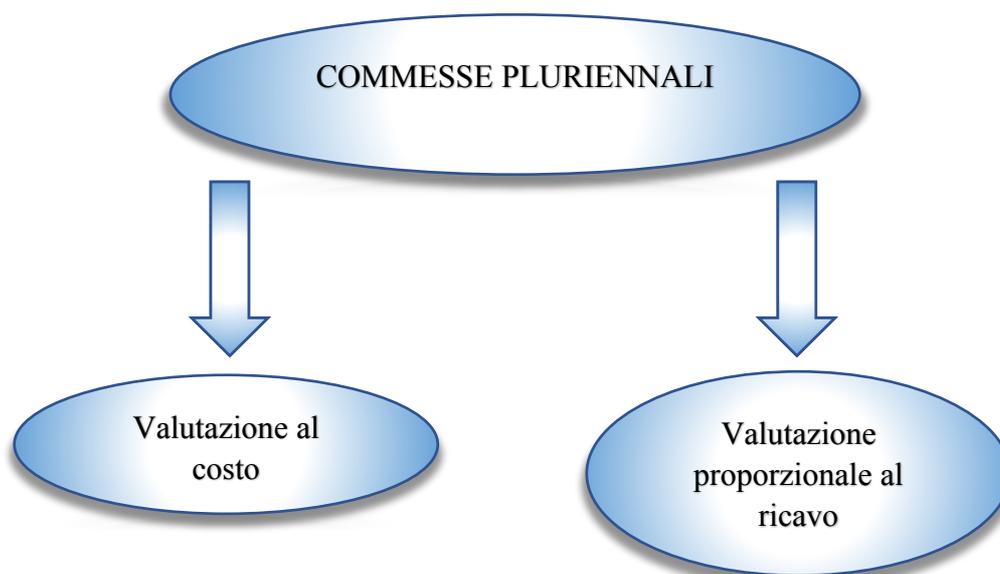
Le scorte di magazzino sono composte da diversi tipi di prodotti, ognuno dei quali necessita di essere stimato a valori correnti secondo un preciso criterio.

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 simili quotati e, nel caso in cui si verificassero 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).

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

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 prescindere 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.

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

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 pagherebbe 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 stabili; 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 VAN⁶² 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 IAS⁶⁴. 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 oltre il 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-obiettivo 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 tempo⁶⁶, 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*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:

$$W = R a_{n|i}$$

- 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 Value⁶⁸ (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:

$$W = \sum_{i=1}^m R_i v^i + \sum_{i=m+1}^n R v^i + V v^n$$

Dove:

v = fattore di attualizzazione.

⁶⁷ Costo del capitale proprio.

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 (WACC⁶⁹). Per quanto concerne la determinazione del Terminal Value, occorre fare riferimento al NOPAT⁷⁰, ovvero al reddito operativo al netto delle imposte figurative calcolate sull'EBIT⁷¹. 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):

$$W' = R_0' \frac{1+g}{WACC-g} - D_a$$

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:

$$W' = R' a_n |_{wacc}$$

- Mediante l'utilizzo dei redditi attesi anno per anno (per n anni):

$$W' = \sum_{wacc=1}^n R'_{wacc} v^{wacc} - D_a$$

- 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:

$$W' = (\sum_{wacc=1}^m R'_{wacc} v^{wacc} + \sum_{wacc=m+1}^n R'_{wacc} v^{wacc}) - D_a$$

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

- Mediante l'utilizzo dei redditi anno per anno (per n anni):

$$W' = (\sum_{wacc=1}^n R'_{wacc} v^{wacc} + V_t v^n) - D_a$$

- Mediante l'utilizzo dei redditi anno per anno per un periodo (fino a m) e del reddito medio atteso da $m+1$ a n anni:

$$W' = (\sum_{wacc=1}^m R'_{wacc} v^{wacc} + \sum_{wacc=m+1}^n R'_{wacc} v^{wacc} + V_t v^n) - D_a$$

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-out⁷² 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)*.

Differentemente 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-sopravvalutazione 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 confronto⁷⁴ con il metodo reddituale, si può dedurre che il *DCF* generi 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 parziali, i quali necessitano di opportune rettifiche al fine di evidenziare l'effettiva entrata o uscita monetaria.

⁷⁴ Zanda G., Lacchini M., Onesti T., "La valutazione delle aziende", Giappichelli, VI Ediz., 2013.

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 forfezzazione 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 utilizzi 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):

Margine Operativo Lordo (EBITDA)

– *Ammortamenti e accantonamenti*

= **Risultato Operativo (EBIT)**

– *Imposte sul reddito operativo*

= **Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)**

+ *Ammortamenti*

+ *Svalutazioni*

= **Autofinanziamento netto**

+/- Incrementi/Riduzioni del Capitale Circolante Netto (CCN)

- Variazione netta dei fondi TFR, rischi e oneri, altri

= **Flusso di cassa operativo corrente**

+/- Disinvestimenti/Investimenti CAPEX⁷⁵

= **Free Cash Flow Operativo (FCFO)**

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:

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

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

Differentemente 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:

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

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.”⁷⁶

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.

⁷⁶ Commento al P.I.V. III.1.35 da Guatri L., Bini M., “La valutazione d'aziende”, Egea, 2016.

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_1 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*⁷⁷ 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 :

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

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 fasi⁷⁸:

- 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*.

⁷⁸ Guatri L., Bini M., "La valutazione d'aziende", Egea, 2016.

- 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:

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

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'avviamento⁷⁹ (*goodwill*). Il valore economico viene definito attraverso la somma del capitale netto rettificato a valori correnti⁸⁰ e l'avviamento. Il goodwill è determinato attualizzando per un determinato numero di anni i sovraredditi⁸¹ (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:

$$W = K + (R_1 - i''K)v + (R_2 - i''K)v^2 + \dots$$

- 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 poc'anzi 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:

$$W = K + BI + \frac{\bar{R} - i'K}{i}$$

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.

$$EV = C + \sum_{t=1}^x \frac{EVA_t}{(1 - WACC)^t}$$

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 quotate

confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili.”⁸²

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*”⁸³, 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 flottante⁸⁴ 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 fattori⁸⁵ 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.

⁸³ Zanda G., Lucchini M., Onesti T., “La valutazione delle aziende”, Giappichelli, VI Ediz., 2013.

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.

⁸⁵ Guatri L., Bini M., “La valutazione d’aziende”, Egea, 2016.

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/Earnings*;
- *P/Cash Earnings*⁸⁶;
- *P/FCFE*;
- *P/Sales*;
- *P/Book Value*;
- *P/Net Asset Value*;
- *P/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 esplicativa 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*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).

⁸⁷ Comportamento del mercato.

Tradizionalmente possono distinguersi due diversi *modus operandi*⁸⁸ 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, fan 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*, oscilla 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 confonderli⁹¹ alterando il loro significato.

Il rischio di liquidità è un aspetto che concerne prettamente il cosiddetto *secondary market*⁹². 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 risparmio⁹³, i certificati di deposito⁹⁴, o ancora, i cosiddetti *money market accounts*⁹⁵, in contrapposizione con le attività vendute tipicamente nel mercato secondario.

La marketability⁹⁶, 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 considerazione⁹⁷ 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*⁹⁸, 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*⁹⁹, 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#.XfPCVS2h06i>

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.

⁹⁷ Richardson G.B., "Information and Investment: A Study in the Working of the Competitive Economy", Oxford University Press, 1990.

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 possessore 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 in conseguenza 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 ricerca¹⁰⁰, 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*¹⁰⁶, 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”¹⁰⁷ 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 imprevedibili 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*¹⁰⁸.

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

¹⁰⁶ Keynes J.M., “The General Theory of Employment, Interest and Money”, Palgrave Macmillan, 1936.

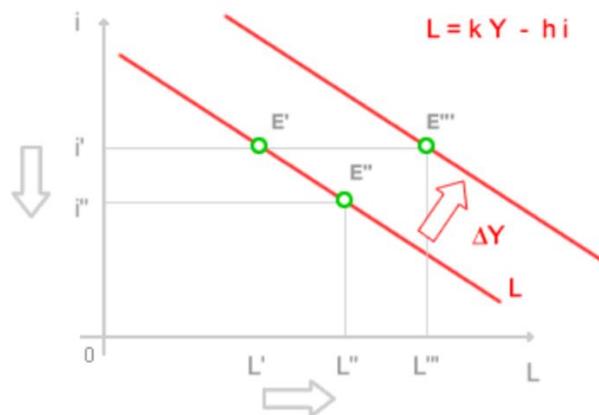
¹⁰⁷ Denaro pronto.

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:



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:

$$L = k Y - h i$$

Il celebre economista *Alfred Marshall*¹⁰⁹ nel libro “*Principles of Economics*”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*”¹¹¹, riguardanti strettamente strategie di politica monetaria e un po’ avulsi 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*”¹¹², filosofia che muove palesemente critiche al sistema *Laissez-faire*¹¹³ ipotizzato da *Adam Smith*¹¹⁴ col la sua metafora della *Mano Invisibile*¹¹⁵.

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 neoeconomisti più influenti del suo tempo nel settore della macro e microeconomia.

¹¹⁰ Marshall A., “*Principles of Economics*”, Great Minds Series, 1890.

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.

¹¹² “Nel lungo periodo siamo tutti morti”.

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

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.

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*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*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.

¹¹⁶ Damodaran A., "Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance", Wiley, II Ed., 2006.

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 investitori¹¹⁸ 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 articolo¹²¹ un terzo costo non esplicito rappresentato dal *Opportunity Cost* riferibile al tempo atteso nel compiere un trade¹²². 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>

¹¹⁹ Intermediario, in tale circostanza, finanziario, il quale negozia titoli o beni per conto 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*.

¹²¹ Treynor J.L., "What does it take to win the trading game?", *Financial Analysts Journal*, 1981.

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 bid¹²³ e i prezzi ask¹²⁴, ai quali è obbligato a sottostare nel caso di una negoziazione, può incappare 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 sopravvalutato. 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, sovraesponendosi con vendite allo scoperto¹²⁵. 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'inVENTORY¹²⁶; nel caso in cui l'inVENTORY 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 negoziate 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.

¹²³ D'asta, inteso come prezzo d'acquisto.

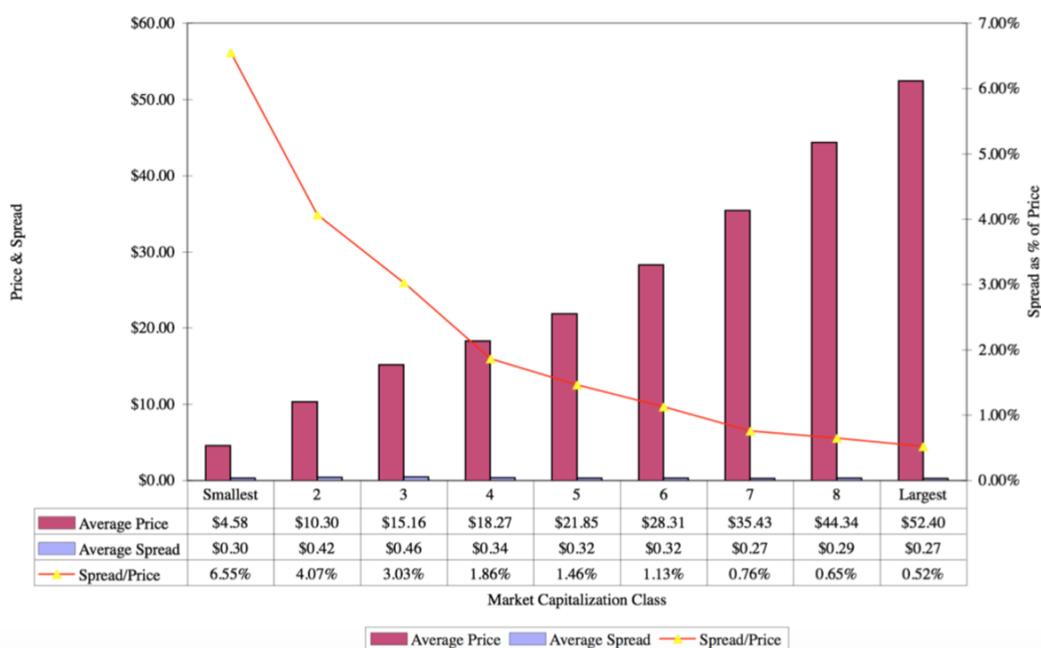
¹²⁴ Richiesto, inteso come prezzo di vendita.

¹²⁵ Operazione finanziaria consistente nella vendita di titoli non direttamente posseduti dal venditore.

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 ricerca¹²⁷ 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

¹²⁷ Loeb T.F., "Trading cost: The Critical Link between Investment Information and Results", Financial Analyst Journal, 1983.

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 Exchange*¹²⁹, 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.

Un ulteriore contributo¹³⁰ è stato fornito da *M. Kothare* e *P.A. Laux* nel loro articolo sul *Financial Analysts Journal* del 1995 intitolato “*Trading Costs and the Trading Systems for NASDAQ stocks*”. All'interno di questo, infatti, viene sottolineato come in quegli anni lo spread dei titoli scambiati all'interno del NASDAQ¹³¹ avessero uno spread maggiore rispetto al mercato NYSE e NYSE American¹³². Il motivo risiede principalmente nel fatto che i titoli scambiati all'interno del NASDAQ provenivano prettamente da società di tecnologia informatica a bassa capitalizzazione che incorporavano un rischio maggiore rispetto ad altri settori. Con l'avvento della *new economy*¹³³, negli anni novanta, gli spread si ridussero notevolmente.

3.5.2 Il Price Impact

Molti investitori considerano che i costi di transazione si riducono man mano che il portfolio di attività aumenta. 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

¹²⁸ Huang R.D., Stoll H.R., “The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach”, *The Review of Financial Studies*, Oxford University Press, 1997.

¹²⁹ La più grande borsa valori del mondo per volume di scambi.

¹³⁰ Kothare M., Laux P.A., “Trading Costs and the Trading Systems for NASDAQ stocks”, *Financial Analyst Journal*, 1995.

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 studio¹³⁴ 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*¹³⁵. 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 distorto 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*¹³⁶, 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

¹³⁴ Dann L.Y., Mayers D., Raab Jr R.J., "Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment", *Journal of Financial Economics*, 1977.

¹³⁵ Acquisto o vendita di massa di un particolare titolo.

¹³⁶ Professore di economia della NY Stern School of Business.

maggior 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'analisi¹³⁷ 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 intercorre 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.

¹³⁷ Nijman T., van Soest A., Spierdijk L., "The Price Impact of Trades in Illiquid Stocks in Periods of High and Low Market Activity", Tilburg University, Center for Economic Research, 2002.

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 quotate

Si è visto come i costi di transazione possono risultare elevati nella negoziazione di attività quotate. Tali costi però rischiano di essere ancor più superiori nella negoziazione di asset non quotati 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 PE¹³⁸ e le VC¹³⁹ 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 eguagli 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 prezzo¹⁴⁰ usando diversi approcci, i quali convergono tutti verso un'unica direzione.

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.

¹³⁹ Venture Capital. Maggiori approfondimenti alla nota ³².

¹⁴⁰ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/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 Mendelson¹⁴¹ 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'*holding period*¹⁴² dell'investitore. Secondo Vayanos¹⁴³, l'investitore ha la possibilità di mitigare gli effetti dei costi di transazione attraverso aggiustamenti dell'*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 Subramanian¹⁴⁴, nel loro libro "*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'*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.

¹⁴¹ Amihud Y., Mendelson H., "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread", *Journal of Financial Economics*, 1986.

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.

¹⁴³ Vayanos D., "Transactions Costs and Asset Prices: A Dynamic Equilibrium Model", *Journal of Financial Economics*, 1998.

¹⁴⁴ Subramanian A., Jarrow R.A., "The Liquidity Discount", *Mathematical Finance*, 2001.

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*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 CAPM¹⁴⁶, il beta di liquidità dell'asset, riflette la covarianza della liquidità dell'attività con la liquidità di mercato. *Ceteris paribus*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*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*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*¹⁵⁰ nel suo articolo "*Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market*" del 1997 sul *Journal of Finance*.

*Datar, Nair e Radcliffe*¹⁵¹ utilizzarono il rapporto prezzo-volume su valore di mercato dell'equity come proxy¹⁵² della liquidità. Hanno evidenziato un ruolo fondamentale di quest'ultima nella spiegazione dei diversi rendimenti attesi per asset. Per le attività

¹⁴⁵ Acharya V., Pedersen L.H., "Asset Pricing with Liquidity Risk", *Journal of Financial Economics*, 2005.

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.

¹⁴⁷ Locuzione latina stante per "a parità di tutte le altre condizioni".

¹⁴⁸ Pastor L., Stambaugh R., "Liquidity Risk and Stock Market Returns", *Journal of Political Economy*, 2002.

¹⁴⁹ Amihud Y., Mendelson H., "The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk and Size on Stock Returns", *Journal of Finance*, 1989.

¹⁵⁰ Eleswarapu V.R., "Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market", *Journal of Finance*, 1997.

¹⁵¹ Datar V.T., Naik N.Y., Radcliffe R., "Liquidity and Stock Returns: An alternative test", *Journal of Financial Markets*, 1998.

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 collegati 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 liquidità¹⁵⁵. 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'opzione¹⁵⁶.

*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,

¹⁵³ Amihud Y., "Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and times-series effects", *Journal of Financial Markets*, 2002.

¹⁵⁴ Rapporto.

¹⁵⁵ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf>

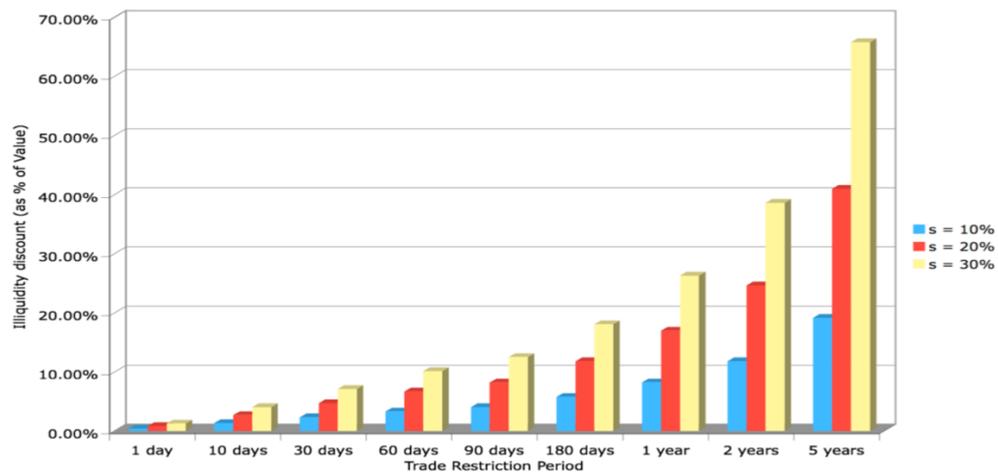
¹⁵⁶ Strumento finanziario che consente al possessore il diritto, e non l'obbligo, di acquistare o vendere un titolo opzionato a un prezzo prestabilito (*strike price*) ed entro una certa data, a fronte di un premio.

¹⁵⁷ Longstaff F.A., "How much can marketability affect security values?", *Journal of Finance*, 1995.

¹⁵⁸ Strategia d'investimento che implica il riposizionamento del portfolio 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 *Acquiror* 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

<Back> Ritornare

9) Opzioni ▾ Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata

● Build/Edit Search ● Ricerche

Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.

Criteri ricerca	Criteri ricerca selezionati	Trovati
	101) Status deal : In corso, Completato, Annullato, Proposto, Rit...	713078 ⊗
	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...	237102 ⊗
	103) Termini : % Posseduta(0, 29) % Desiderata(10, 40)	13163 ⊗
	104) Tipo deal : Qualunque - Acquisto di minoranza, Acquisto alt...	12540 ⊗
	105) Settore/Industria : Include : Energia, Applicare Target	665 ⊗
	106) Pubblico/Privato : Privato, Applicare Target	488 ⊗
	107) Amm deal : (1, 100) Mln	173 ⊗

Criteri deal
 11) Date 12) Amm deal
 13) Status deal 14) Tipo deal
 15) Tipo pagamento 16) Premio
 17) Altri criteri

Universo società
 18) Lista società 19) Borsa
 20) Indice 21) Settore/Industria
 22) Pubblico/Privato 23) Area/Paese
 24) Cod SIC 25) Stato
 26) Descrizione 27) Segmento prodotto

Termini deal
 28) Consul 29) Tipo consulente
 30) Approvazione 31) Multipli
 32) Comm pubblicate 33) Fondamentali
 34) Tipo bid 35) Persone

Note

Mostrare valuta USD ▾ Vedere risultati Riassunto ▾ 1) Totali 2) Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
 SN 131681 CET GMT+1:00 H442-2174-0 22-Jan-2020 17:06:27

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 quoted*. 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*”¹⁶⁰, spesso si tende a confondere gli sconti di liquidità con i premi di

¹⁶⁰ Guatri L., Bini M., “La valutazione d’aziende”, Egea, 2016.

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, sostanziandosi 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*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:

N.	Data Annuncio	Nome Target	Nome Acquiror	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Status
1	15/12/15	Multiple Targets	European Bank for Reconstruction & Development	100,00	Cash	Completed
2	24/06/19	Petersen Energia Inversora SA	Unnamed Buyer	100,00	Cash	Completed
3	13/12/19	Socar Polymer LLC	Tekfen Holding AS	100,00	Cash	Completed
4	28/02/17	China Natural Gas Corp Ltd	Shanghai Lurong Investment Management Co Ltd	91,83	Cash	Completed
5	01/08/19	Fujian Ningde Nuclear Power Co Ltd	Fujian Funeng Co Ltd	91,51	Stock	Pending
6	27/05/19	ansu Diantou Jiudianxia Hydropower Development Co	China Construction Bank Corp	86,98	Cash	Pending
7	29/12/19	Taizhou Jolywood Photoelectric Technology Co Ltd	Multiple acquirers	85,83	Cash	Completed
8	07/08/19	CSIC Haizhuang Windpower Co Ltd	CICC Capital	84,98	Cash	Pending
9	22/03/18	Antipinsky Refinery JSC	Potential Buyer	75,00	Undisclosed	Proposed
10	30/10/15	Bayou Bridge Pipeline LLC	Phillips 66 Partners LP	69,70	Cash	Completed
11	13/12/18	Liaoning Liaoneng Wind Power Co Ltd	Liaoning Hongyang Energy Resource Invest Co Ltd	68,01	Cash	Completed
12	20/02/15	Rays Power Experts Pvt Ltd	Potential Buyer	64,27	Cash	Withdrawn
13	15/02/19	Apico LLC/Thailand	PTT Exploration & Production PCL	64,00	Cash	Pending
14	14/07/16	Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	Cash	Completed
15	11/07/19	Ping Petroleum Ltd	Potential Buyer	60,63	Undisclosed	Proposed
16	20/04/16	Steel Reef Infrastructure Corp	InstarAGF Asset Management Inc	59,40	Cash	Completed
17	19/09/17	Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	Cash	Completed
18	27/04/18	TSE Overseas Group Co Ltd	Fortune Parts Industry PCL	53,58	Cash	Terminated
19	13/02/18	Canbriam Energy Inc	Suncor Energy Inc	52,00	Cash	Completed
20	24/12/14	Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	Cash	Completed
21	13/12/17	Guodian Qingsong Kuche Mining Development Co Ltd	Alaer Xinxin State-owned Asset Operation Co Ltd	45,35	Cash	Completed
22	30/03/17	Ranch Westex JV LLC	Multiple acquirers	45,00	Cash	Completed
23	23/11/16	Geothermal Plant	Northleaf Capital Partners Ltd	44,20	Cash	Completed
24	05/08/15	Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	Cash	Completed
25	21/11/18	220 MW Uskmouth Conversion Project/Newport	Equitix Ltd	42,05	Cash	Pending
26	18/02/16	Sweeny Frac LLC	Phillips 66 Partners LP	41,30	Cash and Stock	Completed
27	03/07/19	Shanxi Fenxi Zhongtai Coal Co Ltd	Beijing Hexinyuan Investment Co Ltd	40,91	Cash	Completed
28	28/04/15	Shanghai Longchuang Eco-Energy Co Ltd	Shanghai Industrial Development Co Ltd	40,84	Stock	Completed
29	10/12/17	Zhejiang Gerui Energy Power Technology Co Ltd	Zhejiang Shangyi Jihong Industrial Investment Co L	39,93	Cash	Completed
30	13/11/14	Total Lubricant China Co Ltd	COSCO SHIPPING Specialized Carriers Co Ltd	39,30	Cash	Completed
31	01/06/17	Hindustan Aegis LPG Ltd	ITOCHU Corp	38,82	Cash	Completed
32	14/05/18	Green Earth Power Thailand Co Ltd	Scan Inter PCL	38,49	Undisclosed	Completed
33	24/11/16	Beijing Join and Share Technology Service Co Ltd	Private Investor	36,84	Cash	Completed
34	06/03/17	Polska Grupa Gornicza SP Zoo	Weglokoks SA	36,80	Cash	Pending
35	19/12/17	Servicios Libertador SL	Multiple acquirers	36,40	Cash	Completed
36	02/11/18	Oidelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	Cash	Completed
37	11/11/15	Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	Cash	Completed
38	11/11/15	Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	Cash	Completed
39	18/10/17	Panji Raya Alamindo PT	Multiple acquirers	35,44	Cash	Completed
...						
170	10/09/19	Burj Petroleum Africa Ltd	Burj Petroleum Corp	1,24	Undisclosed	Pending
171	18/10/19	AMPSolar Evolution Pvt Ltd	Bharti Airtel Ltd	1,18	Cash	Pending
172	25/02/16	Tamboran Resources Ltd	Houston American Energy Corp	1,00	Cash	Terminated
173	15/10/15	Rockwash Prep and Store Ltd	Uzma Bhd	1,00	Cash	Completed

¹⁶¹ Limite 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:

Dati società Target privata risalenti all'ultimo bilancio approvato pre deal (mln\$)									
Banca Dati	Nome Target	Nome Acquiror	Deal Stock	Ricavi di vendita	Costo del venduto	Altro reddito operativo	Spese di gestione	D&A	EBITDA
Bloomberg	Petersen Energia Inversora SA	Unnamed Buyer	10,00%	2691,80	2126,40	52,40	402,70	136,30	351,40
Zephyr	Fujian Ningde Nuclear Power Co Ltd	Fujian Funeng Co Ltd	10,00%	8363,70	5138,80		324,00	120,00	3020,90
Bloomberg	Taizhou Jolywood Photoelectric Technology Co Ltd	Multiple acquirers	23,83%	407,30	321,70	7,90	60,90	20,60	53,20
Orbis	Antipinsky Refinery JSC	Potential Buyer	15,00%	2990,40	2401,70		508,80	173,00	252,90
Bloomberg	Bayou Bridge Pipeline LLC	Phillips 66 Partners LP	40,00%	55,69	48,41		4,81	1,72	4,20
Bloomberg	Rays Power Experts Pvt Ltd	Potential Buyer	25,00%	23,00	20,80			0,10	2,30
Zephyr	Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	28,50%	58,10					27,60
Orbis	Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	25,70%	19,22	13,11		1,30	2,90	7,71
Bloomberg	TSE Overseas Group Co Ltd	Fortune Parts Industry PCL	40,00%	6,80	5,20	0,60	4,10	2,30	0,40
Orbis	Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	20,00%	46,61	33,29		2,46	0,11	10,97
Orbis	Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	29,00%	44,40	21,40		1,30	0,90	22,60
Orbis	SIMEC Uskmouth Power Ltd	Equitix Ltd	25,00%	93,90	89,20		11,20	6,10	-0,40
Bloomberg	Sweeny Frac LLC	Phillips 66 Partners LP	25,00%	85,20	74,77		5,71	1,08	5,79
Bloomberg	Total Lubricant China Co Ltd	COSCO SHIPPING Specialized Carriers Co Ltd	11,49%	228,01	206,64	2,28		10,94	34,59
Orbis	Hindustan Aegis LPG Ltd	ITOCHU Corp	19,70%	183,30	181,40		0,12	0,03	1,81
Orbis	Green Earth Power Thailand Co Ltd	Scan Inter PCL	30,00%	1,96	1,25			0,04	0,76
Orbis	Polska Grupa Gornicza SP Zoo	Weglokoks SA	25,00%	2399,00	1979,00		336,70	149,00	232,30
Orbis	Oidelval SA	Exxon Mobil Corp	21,00%	60,21	36,80		7,99	3,40	18,82
Bloomberg	Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	25,00%	192,70	146,60		7,10	5,30	44,30
Bloomberg	Panji Raya Alamindo PT	Multiple acquirers	33,00%	186,90	162,70		12,60	5,80	17,40
Bloomberg	Qinghai Xigang Mining Metallurgy Co Ltd	Western Mining Group Co Ltd	19,50%	1460,90	1368,30	1,60	117,50	3,80	-19,50
Bloomberg	E&R Seonggok Fuel Cell Co Ltd	GS Holdings Corp	16,00%	10324,00	9205,30		1151,20	320,60	288,10
Zephyr	Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	20,00%	45,40	30,30		6,70	0,13	8,53
Orbis	Akfen Termik Enerji SA	Akfen Holding AS	29,75%	16,24	15,87		0,38	0,56	0,55
Orbis	Complexo Morrinhos	Actis LLP	20,00%	3,21	0,46		0,23	0,10	2,62
Bloomberg	OCIM Sdn Bhd	OCI Co Ltd	16,54%	2034,80					193,90
Orbis	SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	14,60%	135,65					35,63
Bloomberg	Prabha Energy Pvt Ltd	Tridevi Capital Partner I LP	40,00%	16,60	9,50	1,10	0,60	1,40	9,00
Bloomberg	Tecsis Tecnologia e Sistemas Avancados SA	Estater Gestao de Investimentos Ltd	18,50%	501,35	379,98		106,85	12,90	27,41
Bloomberg	Deeprack North LLC	Tallgrass Energy Partners LP	38,00%	13705,00	9476,00		685,00	2261,00	5805,00
Orbis	Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	13,64%	26,91	16,00		0,91	0,42	10,42
Orbis	Hebei Fengning Pumped Storage Co Ltd	China Suntien Green Energy Corp Ltd	20,00%	2,20	1,97		0,70	0,23	-0,24
Orbis	Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	25,20%	12,00	5,45			0,13	6,69
Orbis	TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	21,05%	24,18	13,06		6,52	2,20	6,80
...									
Bloomberg	Yeonggwang Baeksu Wind Power Co Ltd	Unnamed Buyer	18,50%	4,20	3,60		0,40	2,50	2,70
Zephyr	Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	22,00%	6,66					4,43
Orbis	Kossen KH Co Ltd	KDB Infrastructure Investments Asset Management Co	29,51%	6,03	3,49		0,10	1,20	3,64
Orbis	Daya Secadyme Sdn bhd	Ranacak Nikmat Sdn Bhd	12,00%	13,25	11,75			0,70	2,20
Bloomberg	Morin Dawa Jiuzhou Nare Photovoltaic Poverty Allev	Morin Dawa City Infrastructure Construction Invest	12,76%	154,90	112,20	2,90	27,40	14,60	32,80
Orbis	Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	20,00%	11,25	6,00		3,60	1,20	2,85
Bloomberg	Turboservices Overhaul Sdn Bhd	Caterpillar Inc	19,45%	200,90	152,60	1,10	25,90	6,70	30,20
Orbis	Beijing Kaide Quartz Co Ltd	Jiangsu Pacific Quartz Co Ltd	15,00%	10,95	8,07		2,05	0,40	1,23

L'utilizzo incrociato delle piattaforme finanziarie suddette, 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:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{Ricavi di vendita (Sales)} \\
 &- \text{Costo del venduto} \\
 &+ \text{Altro reddito operativo} \\
 &- \text{Altre spese di gestione} \\
 &+ \text{D\&A (ammortamenti e svalutazioni)} \\
 &= \text{EBITDA}
 \end{aligned}$$

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	Sales Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	Cash	28,50%	58,10	27,60
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	Cash	25,70%	19,22	7,71
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	Cash	20,00%	46,61	10,97
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	Cash	29,00%	44,40	22,60
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	Cash	21,00%	60,21	18,82
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	Cash	25,00%	192,70	44,30
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	Cash	20,00%	45,40	8,53
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	Cash	14,60%	135,65	35,63
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	Cash	13,64%	26,91	10,42
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	Cash	25,20%	12,00	6,69
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	Cash	10,07%	39,53	8,55
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	Cash	31,07%	45,30	5,30
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	Cash	15,25%	22,27	2,05
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruji Cultural Development Co Ltd	6,44	Cash	25,00%	40,86	8,58
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	Cash	10,21%	89,54	4,12
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	Cash	21,05%	24,18	6,80
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	Cash	22,00%	6,66	4,43
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	Cash	20,00%	11,25	2,85
MEDIA		23,54		20,96%	51,15	13,11

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'acquiror 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:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Sales Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	58,10	1,09
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	19,22	2,90
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	46,61	1,09
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	44,40	0,95
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	60,21	0,60
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	192,70	0,19
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	45,40	0,72
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	135,65	0,17
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	26,91	0,70
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	12,00	1,25
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	39,53	0,26
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	45,30	0,22
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	22,27	0,41
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruiji Cultural Development Co Ltd	6,44	40,86	0,16
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	89,54	0,05
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	24,18	0,16
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	6,66	0,53
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	11,25	0,18
MEDIA		23,54	51,15	0,65

- 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:

<Back> Ritornare Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata

Build/Edit Search Ricerche

Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.

Criteri ricerca	Criteri ricerca selezionati	Trovati
	101) Status deal : In corso, Completato, Proposto	689171
	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...	224156
	103) Termini : % Desiderata(10, 30)	12633
	104) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza	7787
	105) Settore/Industria : Include : Energia, Applicare Target o v...	593
	106) Tipo pagamento : Cash	395
	107) Pubblico/Privato : Pubblico, Applicare Target	135
	108) Amm deal : (1, 200) Mln	86

Note

Mostrare valuta **USD** Vedere risultati Riassunto 1) Totali 2) Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
SN 131681 CET GMT+1:00 H438-2873-0 24-Jan-2020 19:27:29

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*¹⁶² e *terminated deals*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 quotate (20,96%).

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

¹⁶² Transazioni la cui offerta è stata ritirata.

¹⁶³ Transazioni interrotte.

Si giunge, dunque, alla compilazione della seguente lista di deals:

N.	Data Annuncio	Nome Target	Nome Acquiror	Deal Value (mln\$)	Type of payment
1	27/11/15	Hebei Jinniu Chemical Industry Co Ltd	Jizhong Energy Group Co Ltd	179,92	Cash
2	08/12/15	Zhejiang Renzhi Co Ltd	Tibet Hanli Electronic Technology LP	150,86	Cash
3	29/08/18	Ballard Power Systems Inc	Weichai Power Co Ltd	138,69	Cash
4	08/04/16	Taiyuan Lionhead Cement Co Ltd	Multiple acquirers	134,13	Cash
5	30/12/16	TGWC	China Yangtze Power Co Ltd	130,39	Cash
6	18/09/18	SK D&D Co Ltd	Hahn & Co	130,27	Cash
7	21/06/16	SHANGHAI SHENKAI	Ningbo Huijia Investment Management Center LP	118,47	Cash
8	08/02/18	Xinjiang Zhundong Petroleum Technology Co Ltd	Changzhou Xinghan Capital Management Co Ltd	117,13	Cash
9	20/06/16	Shanxi Blue Flame Holding Co Ltd	Shanxi Jincheng Anthracite Mining Group Co Ltd	115,05	Cash
10	15/11/18	Winall Hi-Tech Seed Co Ltd	Sinochem Group Co Ltd	104,29	Cash
11	21/01/19	Panda Green Energy Group Ltd	Huaqing Solar Power Ltd	102,56	Cash
12	05/09/17	Beijing Zodi Investment Co Ltd	Tibet Zhongdi Industrial Co Ltd	101,59	Cash
13	21/09/16	Panda Green Energy Group Ltd	ORIX Corp	94,54	Cash
14	16/08/17	Megawide Construction Corp	Megacore Holdings Inc	94,53	Cash
15	27/03/18	Shenzhen Changfang Group Co Ltd	Multiple acquirers	91,63	Cash
16	01/05/15	Africa Oil Corp	Stampede Natural Resources Sarl	89,29	Cash
17	14/05/18	Tilt Renewables Ltd	Mercury NZ Ltd	83,30	Cash
18	01/07/19	LandOcean Energy Services Co Ltd	Beijing Siji Zhihui Technology Co Ltd	73,66	Cash
19	10/05/18	Clean Energy Fuels Corp	TOTAL SA	70,02	Cash
20	28/12/18	Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	57,18	Cash
21	20/04/15	Polaris Infrastructure Inc	Goodwood Inc	56,62	Cash
22	21/05/15	Asia Resources Holdings Ltd	Xian Communication Gas Corp Ltd	55,47	Cash
23	21/07/17	Balaji Telefilms Ltd	Reliance Industries Ltd	55,02	Cash
24	03/09/15	Canacol Energy Ltd	Cavengas Holdings SRL	53,85	Cash
25	21/09/16	Panda Green Energy Group Ltd	China Merchants New Energy Group Ltd	50,84	Cash
26	25/12/16	DNO North Sea PLC	Delek Group Ltd	50,24	Cash
27	09/10/15	Ithaca Energy Ltd	Delek Group Ltd	46,80	Cash
28	18/05/15	Silk Road Logistics Holdings Ltd	China Huarong Asset Management Co Ltd	45,46	Cash
29	11/07/17	Falcon Oil & Gas Ltd	Lamesa Holding SA	44,00	Cash
30	23/09/15	Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	33,79	Cash
31	17/03/17	IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	33,18	Cash
32	15/07/19	Maridive & Oil Services SAE	Private Investor	32,86	Cash
33	29/01/16	Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	32,69	Cash
34	27/02/17	Toba Bara Sejahtera Tbk PT	Highland Strategic Holdings Pte Ltd	32,58	Cash
35	19/11/18	Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	30,32	Cash
36	03/10/19	ITM Power PLC	Linde PLC	29,20	Cash
37	05/02/19	GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	29,20	Cash
38	10/11/15	Hascol Petroleum Ltd	Vitol Holding BV	25,92	Cash
39	16/11/16	Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	23,37	Cash
...					
80	20/12/16	Buffalo Coal Corp	RCF Management LLC	1,51	Cash
81	01/02/15	Royalco Resources Ltd	High Peak Royalties Ltd	1,44	Cash
82	05/07/18	Magnus Energy Group Ltd	Private Investor	1,43	Cash
83	31/05/19	Pure Energy Minerals Ltd	Schlumberger Canada Ltd	1,24	Cash
84	24/01/18	Tethys Petroleum Ltd	Private Investor	1,18	Cash
85	24/03/16	Petroteq Energy Inc	Beverly Pacific Holdings Inc	1,12	Cash
86	29/02/16	Melbana Energy Ltd	Leni Gas Cuba Ltd	0,92	Cash

Come avvenuto per le operazioni che hanno riguardato le società Target non quotate, 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:

Banca Dati	Nome Target	Nome Acquirente	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)
Osiris	Zhejiang Renzhi Co Ltd	Tibet Hanli Electronic Technology LP	164,27	14,64%	70,52	7,26
Osiris	Ballard Power Systems Inc	Weichai Power Co Ltd	162,34	19,90%	111,60	1,20
Osiris	Taiyuan Lionhead Cement Co Ltd	Multiple acquirers	83,85	22,94%	14,11	-1,16
Osiris	Xinjiang Zhudong Petroleum Technology Co Ltd	Changzhou Xinghan Capital Management Co Ltd	143,48	23,30%	32,35	4,87
Osiris	TGWC	China Yangtze Power Co Ltd	137,52	10,20%	199,00	57,99
Bloomberg	SHANGHAI SHENKAI	Ningbo Huijia Investment Management Center LP	133,39	15,00%	97,10	17,00
Bloomberg	Shanxi Blue Flame Holding Co Ltd	Shanxi Jincheng Anthracite Mining Group Co Ltd	130,18	24,26%	240,50	120,00
Osiris	Beijing Zodi Investment Co Ltd	Tibet Zhongdi Industrial Co Ltd	120,92	12,58%	18,63	5,30
Osiris	Winall Hi-Tech Seed Co Ltd	Sinochem Group Co Ltd	118,00	21,50%	146,22	23,59
Osiris	Shenzhen Changfang Group Co Ltd	Multiple acquirers	113,75	17,43%	268,67	58,01
Osiris	Megawide Construction Corp	Megacore Holdings Inc	110,62	14,67%	355,10	80,70
Osiris	Panda Green Energy Group Ltd	ORIX Corp	105,50	19,90%	144,69	74,63
Osiris	Tilt Renewables Ltd	Mercury NZ Ltd	99,77	26,80%	131,30	93,40
Bloomberg	Clean Energy Fuels Corp	TOTAL SA	83,40	25,00%	341,60	-9,90
Osiris	LandOcean Energy Services Co Ltd	Beijing Siji Zhihui Technology Co Ltd	83,19	10,67%	216,07	36,07
Bloomberg	Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	16,67%	57,80	8,00
Bloomberg	Balaji Telefilms Ltd	Reliance Industries Ltd	64,18	24,90%	44,80	8,70
Bloomberg	Asia Resources Holdings Ltd	Xian Communication Gas Corp Ltd	61,75	26,23%	5,40	2,70
Bloomberg	Polaris Infrastructure Inc	Goodwood Inc	60,86	11,40%	48,20	34,30
Bloomberg	Canacol Energy Ltd	Cavengas Holdings SRL	59,87	19,90%	206,10	103,00
Bloomberg	Panda Green Energy Group Ltd	China Merchants New Energy Group Ltd	56,73	18,90%	149,10	101,80
Bloomberg	Ithaca Energy Ltd	Delek Group Ltd	53,26	19,90%	392,60	135,10
Osiris	Falcon Oil & Gas Ltd	Lamesa Holding SA	50,34	16,92%	223,96	-3,67
Bloomberg	Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	23,10%	68,30	34,40
Bloomberg	Maridive & Oil Services SAE	Private Investor	37,00	12,80%	208,20	79,30
Bloomberg	IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	21,22%	42,20	14,90
Bloomberg	Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	26,13%	145,30	13,60
Bloomberg	Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	19,90%	105,10	22,10
Bloomberg	Toba Bara Sejahtera Tbk PT	Highland Strategic Holdings Pte Ltd	34,55	28,21%	258,30	39,60
Bloomberg	GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	25,64%	169,30	45,50
Orbis	ITM Power PLC	Linde PLC	32,07	20,00%	9,30	-5,67
Bloomberg	Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	15,40%	68,40	25,00
Bloomberg	Ceres Power Holdings PLC	Weichai Power Co Ltd	22,98	10,00%	5,20	-13,20
Bloomberg	Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	22,92	16,97%	68,20	27,20
...						
Bloomberg	Interra Resources Ltd	China ZhenHua Oil Co Ltd	3,48	13,60%	15,30	-0,10
Bloomberg	Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	3,00	26,68%	18,40	0,30
Bloomberg	Point Loma Resources Ltd	Zhongcheng Group	2,98	19,90%	1,00	-2,00
Osiris	Karoon Energy Ltd	NGE Capital Ltd	2,75	18,00%	212,49	175,76
Bloomberg	Magnus Energy Group Ltd	Private Investor	1,67	16,70%	11,70	-7,20
Osiris	Royalco Resources Ltd	High Peak Royalties Ltd	1,63	19,99%	0,79	-0,46
Bloomberg	Buffalo Coal Corp	RCF Management LLC	1,57	11,88%	44,10	-3,30
Bloomberg	Tethys Petroleum Ltd	Private Investor	1,46	12,50%	8,00	-2,30

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 quotate, 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 providers. Notoriamente, infatti, la reperibilità dei dati di bilancio risulta essere maggiormente facilitata per quanto concerne società quotate 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.

Target Name	Acquirer Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	Cash	16,67%	57,80	8,00
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	Cash	23,10%	68,30	34,40
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	Cash	21,22%	42,20	14,90
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	Cash	26,13%	145,30	13,60
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	Cash	19,90%	105,10	22,10
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	Cash	25,64%	169,30	45,50
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	Cash	15,40%	68,40	25,00
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	Cash	16,65%	68,20	27,20
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	Cash	21,83%	33,70	21,20
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	Cash	15,18%	1,77	14,60
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	Cash	17,57%	21,40	2,60
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	Cash	20,54%	34,70	1,90
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	Cash	12,74%	35,50	3,40
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	Cash	18,72%	16,00	8,40
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	Cash	14,87%	16,00	2,10
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	Cash	15,00%	5,30	1,30
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	Cash	10,21%	22,50	1,60
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	3,00	Cash	26,68%	18,40	0,30
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, riepilogata nella tabella che segue:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	SALES Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	57,80	1,13
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	68,30	0,55
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	42,20	0,84
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	145,30	0,24
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	105,10	0,33
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	169,30	0,20
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	68,40	0,37
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	68,20	0,27
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	33,70	0,42
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	1,77	6,13
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	21,40	0,39
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	34,70	0,20
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	35,50	0,18
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	16,00	0,40
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	16,00	0,29
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	5,30	0,78
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	22,50	0,18
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	3,00	18,40	0,16
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:

	MEDIA				
	Valore deal (mln\$)	Deal Stock	SALES target pre deal (mln\$)	EBITDA target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Campione transazioni con Target private	23,54	20,96%	51,15	13,11	0,65
Campione transazioni con Target pubbliche	19,71	18,78%	51,66	13,78	0,73

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:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	28,50%	20,00%	44,45
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	25,70%	20,00%	43,31
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	20,00%	20,00%	50,70
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	29,00%	20,00%	29,01
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	21,00%	20,00%	34,67
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	25,00%	20,00%	29,08
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	20,00%	20,00%	32,90
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	14,60%	20,00%	31,67
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	13,64%	20,00%	27,74
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	25,20%	20,00%	11,90
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	10,07%	20,00%	20,22
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	31,07%	20,00%	6,37
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	15,25%	20,00%	12,00
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruiji Cultural Development Co Ltd	6,44	25,00%	20,00%	5,15
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	10,21%	20,00%	8,36
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	21,05%	20,00%	3,62
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	22,00%	20,00%	3,24
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	20,00%	20,00%	2,02
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:

$$\text{Deal Value normalizzato al variation stock desiderato}_x = \frac{\text{Valore deal}_x}{\text{Deal Stock}_x} 20\%$$

L'operazione di normalizzazione è stata dunque ripetuta per il settore, in transazioni che abbiano coinvolto il campione di società obiettivo pubblicamente negoziate.

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	16,67%	20,00%	78,49
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	23,10%	20,00%	32,68
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	21,22%	20,00%	33,60
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	26,13%	20,00%	27,13
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	19,90%	20,00%	34,91
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	25,64%	20,00%	25,98
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	15,40%	20,00%	32,47
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	16,65%	20,00%	21,93
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	21,83%	20,00%	13,10
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	15,18%	20,00%	14,30
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	17,57%	20,00%	9,61
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	20,54%	20,00%	6,74
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	12,74%	20,00%	10,28
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	18,72%	20,00%	6,78
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	14,87%	20,00%	6,32
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	15,00%	20,00%	5,53
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	10,21%	20,00%	7,87
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	3,00	26,68%	20,00%	2,25
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 quotate, 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:

$$Enterprise\ Value_x = \frac{Deal\ Value\ normalizzato_x}{Variation\ Stock\ Equity\ desiderata}$$

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:

Target Name	Acquiror Name	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotate
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	27,60	20,00%	44,45	8,05
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	7,71	20,00%	43,31	28,09
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	10,97	20,00%	50,70	23,12
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	22,60	20,00%	29,01	6,42
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	18,82	20,00%	34,67	9,21
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	44,30	20,00%	29,08	3,28
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	8,53	20,00%	32,90	19,28
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	35,63	20,00%	31,67	4,44
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	10,42	20,00%	27,74	13,31
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	6,69	20,00%	11,90	8,90
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	8,55	20,00%	20,22	11,82
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	5,30	20,00%	6,37	6,01
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	2,05	20,00%	12,00	29,34
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruiji Cultural Development Co Ltd	8,58	20,00%	5,15	3,00
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,12	20,00%	8,36	10,15
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	6,80	20,00%	3,62	2,66
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	4,43	20,00%	3,24	3,65
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,85	20,00%	2,02	3,54

MEDIA 10,79

La media del multiplo EV/EBITDA del campione di transazioni di società target non quotate è risultata essere 10,79xEBITDA¹⁶⁵.

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:

Target Name	Acquiror Name	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	8,00	20,00%	78,49	49,06
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	34,40	20,00%	32,68	4,75
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	14,90	20,00%	33,60	11,28
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	13,60	20,00%	27,13	9,97
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	22,10	20,00%	34,91	7,90
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	45,50	20,00%	25,98	2,86
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	20,00%	32,47	6,49
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	27,20	20,00%	21,93	4,03
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	21,20	20,00%	13,10	3,09
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	14,60	20,00%	14,30	4,90
EWK Inc	Barko Co Ltd	2,60	20,00%	9,61	18,48
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	1,90	20,00%	6,74	17,73
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	3,40	20,00%	10,28	15,12
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	8,40	20,00%	6,78	4,04
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	2,10	20,00%	6,32	15,05
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	1,30	20,00%	5,53	21,28
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	1,60	20,00%	7,87	24,61
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	0,30	20,00%	2,25	37,48
MEDIA					14,34

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

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:

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

Ovvero:

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

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{E\&U} = 32,90\%$$

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.

Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata

ITpr2
 Build/Edit Search Ricerche
 Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.
 Criteri ricerca

Criteri ricerca selezionati	Trovati
101) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) --	237291
102) Termini : % Desiderata(10, 30)	13702
103) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza	8535
104) Settore/Industria : Include : Computer, Apparecchi per l'uf..	1530
105) Tipo pagamento : Cash	1229
106) Pubblico/Privato : Privato, Applicare Target	775
107) Amm deal : (10, 200) Mln	192

Mostrare valuta USD Vedere risultati Riassunto Totali Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
 SN 205476 CET GMT+1:00 H437-4500-1 04-Feb-2020 17:27:40

Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target non quotate

<Back> Ritornare

Opzioni v **Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata**

Build/Edit Search ● Ricerche

Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.

Criteri ricerca	Criteri ricerca selezionati	Trovati
	101) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...	237291
	107) Termini : % Desiderata(10, 30)	13702
	103) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza	8535
	104) Settore/Industria : Include : Computer, Apparecchi per l'uf-	1530
	105) Tipo pagamento : Cash	1229
	106) Amm deal : (10, 200) Mln	390
	107) Pubblico/Privato : Pubblico, Applicare Target	198

Criteri deal

11) Date	12) Amm deal
13) Status deal	14) Tipo deal
15) Tipo pagamento	16) Premio
17) Altri criteri	

Universo società

18) Lista società	19) Borsa
20) Indice	21) Settore/Industria
22) Pubblico/Privato	23) Area/Paese
24) Cod SIC	25) Stato
26) Descrizione	27) Segmento prodotto

Termini deal

28) Consul	29) Tipo consulente
30) Approvazione	31) Multipli
32) Comm pubblicate	33) Fondamentali
34) Tipo bid	35) Persone

Note

Mostrare valuta USD Vedere risultati Riassunto 1) Totali 2) Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
SN 205476 CET GMT+1:00 H437-4500-1 04-Feb-2020 18:44:01

Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target quotate

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Big Hit Entertainment Co	Netmarble Corp	189,79	Cash	25,71%	86,32	31,09	2,20	
Message4u Pty Ltd	Mercury Capital Pty Ltd	185,55	Cash	30,00%	60,76	19,92	3,05	
Big Hit Entertainment Co	STIC Investment Inc	91,17	Cash	12,00%	86,32	31,09	1,06	
WingArc1st Inc	Sansan Inc	46,17	Cash	11,44%	139,70	48,90	0,33	
LS Cable & System Asia Ltd	KHQ No3 Private Equity Fund	45,73	Cash	19,62%	170,69	9,72	0,27	
Medit Corp	Multiple acquirers	45,61	Cash	15,00%	29,41	9,42	1,55	
Shanghai Data Solution Co Ltd	Shanghai Yinghong Investment Management Ltd	43,87	Cash	30,00%	65,48	12,10	0,67	
CIDS Data System Co Ltd	Beijing E-Hualu Leading Investment Management Co L	38,55	Cash	29,76%	29,83	13,30	1,29	
FINO PayTech Ltd	Bharat Petroleum Corp Ltd	37,58	Cash	21,00%	44,38	6,86	0,85	
Winning Internet Technology Co Ltd	Ant Financial Services Group	30,05	Cash	30,00%	192,40	45,10	0,16	
Fujian Fushun Micro-Electronic Co Ltd	Fujian Electronics & Information Group Co Ltd	21,95	Cash	30,00%	27,48	2,20	0,80	
Suqian Baibao Information Technology Co Ltd	Lafang China Co Ltd	16,89	Cash	20,00%	15,39	2,30	1,10	
TNK Factory	KB Cape No1 PEF	16,53	Cash	28,84%	14,73	1,79	1,12	
Maple Semiconductor Inc	Wedge Industrial Co Ltd	15,44	Cash	25,00%	39,02	4,47	0,40	
Dominant Opto Technologies Sdn Bhd	Epistar Corp	14,53	Cash	10,00%	120,55	5,60	0,12	
Shanghai Wicrenet Co Ltd	Tianjin Futong Xinmao Science & Technology Co Ltd	13,87	Cash	10,00%	14,80	3,30	0,94	
Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd	Yunnan Nantian Electronics Information Co Ltd	13,62	Cash	28,54%	14,48	3,06	0,94	
Chengdu Sobey Digital Technology Co Ltd	Oriental Pearl Group Co Ltd	13,57	Cash	11,80%	116,20	7,50	0,12	
Daewon CI Co Ltd	Kakao Corp	13,40	Cash	19,80%	106,80	12,90	0,13	
Shenzhen Yifang Digital Technology Co Ltd	Suzhou Victory Precision Manufacture Co Ltd	13,18	Cash	20,00%	185,76	4,20	0,07	
Shenzhen Youwang Technology Co Ltd	Hengtong Optic-electric Co Ltd	12,34	Cash	20,00%	20,86	13,00	0,59	
Shanghai Hydee Software Corp Ltd	Ping An Healthcare and Technology Co Ltd	11,68	Cash	11,37%	14,87	2,55	0,79	
Sajo Systems Co Ltd	SAJOHAEPYO Corp	10,11	Cash	16,00%	11,44	4,37	0,88	
				MEDIA	20,69%	69,90	12,81	0,84

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Posiflex Technology Inc	Multiple acquirers	158,90	Cash	27,50%	117,70	26,90	1,35	
Ourgame International Holdings Ltd	Multiple acquirers	145,76	Cash	28,76%	77,80	18,00	1,87	
Jiangsu Leike Defense Technology Co Ltd	Multiple acquirers	105,77	Cash	11,68%	114,80	27,20	0,92	
Shenzhen Hirusun Technology Inc	Hangzhou Finance And Investment Group Co Ltd	90,10	Cash	24,80%	40,50	7,00	2,22	
Tesna Inc	Ai Tree Private Equity Fund	87,08	Cash	29,99%	59,30	29,30	1,47	
Bringspring Science and Technology Co Ltd	Liaoning Guoke Industry Co Ltd	82,69	Cash	29,00%	63,40	5,30	1,30	
Blancco Technology Group PLC	Peel Hunt LLP	70,74	Cash	26,40%	23,70	6,50	2,98	
S-MAC Co Ltd/Korea	Aprogen Healthcare & Games Inc	46,32	Cash	22,57%	128,50	20,70	0,36	
Suzhou MedicalSystem Technology Co Ltd	Anyang Asset Management Hangzhou Co Ltd	39,83	Cash	10,19%	48,80	11,50	0,82	
Funcom Se	Tencent Holdings Ltd	38,72	Cash	29,00%	33,80	17,70	1,15	
Double Standard Inc	SBI Holdings Inc/Japan	38,65	Cash	15,13%	18,00	5,30	2,15	
Demae-Can Co Ltd	LINE Corp	38,56	Cash	20,00%	31,00	7,10	1,24	
JoyCity Corp	nDream Co Ltd	37,45	Cash	12,00%	44,20	7,30	0,85	
Solueta Co Ltd	Dasan Networks Inc	35,34	Cash	27,21%	81,90	5,30	0,43	
Genie Music Corp	LG Uplus Corp	23,39	Cash	15,00%	96,00	6,80	0,24	
Yuyang DNU Co Ltd	Multiple acquirers	22,25	Cash	19,01%	113,10	7,00	0,20	
YD Online Corp	Cloud Magic Co Ltd	22,02	Cash	22,43%	32,30	2,20	0,68	
JEP Holdings Ltd	UMS Holdings Ltd	21,35	Cash	29,50%	63,60	4,70	0,34	
CS Loxinfo PCL	Advanced Info Service PCL	20,46	Cash	14,14%	82,80	16,70	0,25	
Ourgame International Holdings Ltd	Total Victory Global Ltd	20,13	Cash	10,80%	132,00	23,40	0,15	
V-Cube Inc	Regional Economy Vitalization Corp of Japan	13,20	Cash	12,34%	66,80	10,30	0,20	
SNTEKBM Co Ltd	Eco BM Investment Association No1	11,00	Cash	15,07%	102,50	6,40	0,11	
Nippon RAD Inc	Advantech Co Ltd	10,38	Cash	18,75%	29,80	2,00	0,35	
				MEDIA	20,49%	69,67	11,94	0,94

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotato
Big Hit Entertainment Co	Netmarble Corp	189,79	25,71%	31,09	20,00%	147,64	23,74
Message4u Pty Ltd	Mercury Capital Pty Ltd	185,55	30,00%	19,92	20,00%	123,70	31,05
Big Hit Entertainment Co	STIC Investment Inc	91,17	12,00%	31,09	20,00%	151,95	24,44
WingArc1st Inc	Sansan Inc	46,17	11,44%	48,90	20,00%	80,72	8,25
LS Cable & System Asia Ltd	KHQ No3 Private Equity Fund	45,73	19,62%	9,72	20,00%	46,62	23,98
Medit Corp	Multiple acquirers	45,61	15,00%	9,42	20,00%	60,81	32,28
Shanghai Data Solution Co Ltd	Shanghai Yinghong Investment Management Ltd	43,87	30,00%	12,10	20,00%	29,25	12,09
CIDS Data System Co Ltd	Beijing E-Hualu Leading Investment Management Co L	38,55	29,76%	13,30	20,00%	25,91	9,74
FINO PayTech Ltd	Bharat Petroleum Corp Ltd	37,58	21,00%	6,86	20,00%	35,79	26,09
Winning Internet Technology Co Ltd	Ant Financial Services Group	30,05	30,00%	45,10	20,00%	20,03	2,22
Fujian Fushun Micro-Electronic Co Ltd	Fujian Electronics & Information Group Co Ltd	21,95	30,00%	2,20	20,00%	14,63	33,26
Sujian Baibao Information Technology Co Ltd	Lafang China Co Ltd	16,89	20,00%	2,30	20,00%	16,89	36,72
TNK Factory	KB Cape No1 PEF	16,53	28,84%	1,79	20,00%	11,46	32,02
Maple Semiconductor Inc	Wedge Industrial Co Ltd	15,44	25,00%	4,47	20,00%	12,35	13,82
Dominant Opto Technologies Sdn Bhd	Epistar Corp	14,53	10,00%	5,60	20,00%	29,06	25,95
Shanghai Wicrenet Co Ltd	Tianjin Futong Xinmao Science & Technology Co Ltd	13,87	10,00%	3,30	20,00%	27,74	42,03
Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd	Yunnan Nantian Electronics Information Co Ltd	13,62	28,54%	3,06	20,00%	9,54	15,60
Chengdu Sobey Digital Technology Co Ltd	Oriental Pearl Group Co Ltd	13,57	11,80%	7,50	20,00%	23,00	15,33
Daewon CI Co Ltd	Kakao Corp	13,40	19,80%	12,90	20,00%	13,54	5,25
Shenzhen Yifang Digital Technology Co Ltd	Suzhou Victory Precision Manufacture Co Ltd	13,18	20,00%	4,20	20,00%	13,18	15,69
Shenzhen Youwang Technology Co Ltd	Hengtong Optic-electric Co Ltd	12,34	20,00%	13,00	20,00%	12,34	4,75
Shanghai Hydee Software Corp Ltd	Ping An Healthcare and Technology Co Ltd	11,68	11,37%	2,55	20,00%	20,55	40,28
Sajo Systems Co Ltd	SAJOHAEPYO Corp	10,11	16,00%	4,37	20,00%	12,64	14,46
				MEDIA	21,26		

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate	
Posiflex Technology Inc	Multiple acquirers	158,90	27,50%	26,90	20,00%	115,56	21,48	
Ourgame International Holdings Ltd	Multiple acquirers	145,76	28,76%	18,00	20,00%	101,36	28,16	
Jiangsu Leike Defense Technology Co Ltd	Multiple acquirers	105,77	11,68%	27,20	20,00%	181,11	33,29	
Shenzhen Hirisun Technology Inc	Hangzhou Finance And Investment Group Co Ltd	90,10	24,80%	7,00	20,00%	72,66	51,90	
Tesna Inc	Ai Tree Private Equity Fund	87,08	29,99%	29,30	20,00%	58,07	9,91	
Bringspring Science and Technology Co Ltd	Liaoning Guoke Industry Co Ltd	82,69	29,00%	5,30	20,00%	57,03	53,80	
Blanco Technology Group PLC	Peel Hunt LLP	70,74	26,40%	6,50	20,00%	53,59	41,22	
S-MAC Co Ltd/Korea	Aprogen Healthcare & Games Inc	46,32	22,57%	20,70	20,00%	41,05	9,91	
Suzhou MedicalSystem Technology Co Ltd	Anyang Asset Management Hangzhou Co Ltd	39,83	10,19%	11,50	20,00%	78,17	33,99	
Funcom Se	Tencent Holdings Ltd	38,72	29,00%	17,70	20,00%	26,70	7,54	
Double Standard Inc	SBI Holdings Inc/Japan	38,65	15,13%	5,30	20,00%	51,09	48,20	
Demae-Can Co Ltd	LINE Corp	38,56	20,00%	7,10	20,00%	38,56	27,15	
JoyCity Corp	nDream Co Ltd	37,45	12,00%	7,30	20,00%	62,42	42,75	
Solueta Co Ltd	Dasan Networks Inc	35,34	27,21%	5,30	20,00%	25,98	24,51	
Genie Music Corp	LG Uplus Corp	23,39	15,00%	6,80	20,00%	31,19	22,93	
Yuyang DNU Co Ltd	Multiple acquirers	22,25	19,01%	7,00	20,00%	23,41	16,72	
YD Online Corp	Cloud Magic Co Ltd	22,02	22,43%	2,20	20,00%	19,63	44,62	
JEP Holdings Ltd	UMS Holdings Ltd	21,35	29,50%	4,70	20,00%	14,47	15,40	
CS Loxinfo PCL	Advanced Info Service PCL	20,46	14,14%	16,70	20,00%	28,94	8,66	
Ourgame International Holdings Ltd	Total Victory Global Ltd	20,13	10,80%	23,40	20,00%	37,28	7,97	
V-Cube Inc	Regional Economy Vitalization Corp of Japan	13,20	12,34%	10,30	20,00%	21,39	10,39	
SNTEKBM Co Ltd	Eco BM Investment Association No1	11,00	15,07%	6,40	20,00%	14,60	11,41	
Nippon RAD Inc	Advantech Co Ltd	10,38	18,75%	2,00	20,00%	11,07	27,68	

MEDIA 26,07

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{IT} = \left(\frac{26,07}{21,26} - 1 \right) \%$$

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{IT} = 22,62\%$$

3.11 Settore Food&Beverage

Il terzo e ultimo settore affrontato nella ricerca riguarda il *Food&Beverage*.

La metodologia applicata ai diversi settori presi in esame è la medesima. Gli sconti di liquidità vengono determinati, anche in questo caso, attraverso il metodo dei multipli di transazioni comparabili.

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 quotate.

<Back> Ritornare

96 Opzioni ▾ Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata

Build/Edit Search ● Ricerche

Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.

Criteri ricerca	Criteri ricerca selezionati	Trovati
Criteri deal	101) Status deal : In corso, Completato, Proposto	689655 ⊗
11) Date	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...	224201 ⊗
13) Status deal	103) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza	65822 ⊗
15) Tipo pagamento	104) Tipo pagamento : Cash	59343 ⊗
17) Altri criteri	105) Settore/Industria : Include : Alimenti, Bevande, Applicare ...	1331 ⊗
Universo società	106) Termini : % Desiderata(10, 30)	178 ⊗
18) Lista società	107) Pubblico/Privato : Privato, Applicare Target	107 ⊗
20) Indice	108) Amm deal : (1, 200) Mln	57 ⊗
22) Pubblico/Privato		
24) Cod SIC		
26) Descrizione		
Termini deal		
28) Consul	29) Tipo consulente	
30) Approvazione	31) Multipli	
32) Comm pubblicate	33) Fondamentali	
34) Tipo bid	35) Persone	

Note

Mostrare valuta USD ▾ Vedere risultati Riassunto ▾ 1) Totali 2) Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
SN 131681 CET GMT+1:00 H178-3973-0 29-Jan-2020 13:48:37

Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target non quotate

<Back> Ritornare

96 Opzioni ▾ Fusioni e acquisizioni: Ricerca avanzata

F&Bpr

Build/Edit Search ● Ricerche

Per cercare deal che soddisfano criteri specifici, aggiungere i criteri di ricerca utilizzando i link sotto.

Criteri ricerca	Criteri ricerca selezionati	Trovati
Criteri deal	101) Status deal : In corso, Completato, Proposto	689689 ⊗
11) Date	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...	224204 ⊗
13) Status deal	103) Termini : % Desiderata(10, 30)	12633 ⊗
15) Tipo pagamento	104) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza	7787 ⊗
17) Altri criteri	105) Settore/Industria : Include : Alimenti, Bevande, Applicare ...	240 ⊗
Universo società	106) Tipo pagamento : Cash	178 ⊗
18) Lista società	107) Pubblico/Privato : Pubblico, Applicare Target	71 ⊗
20) Indice		
22) Pubblico/Privato		
24) Cod SIC		
26) Descrizione		
Termini deal		
28) Consul	29) Tipo consulente	
30) Approvazione	31) Multipli	
32) Comm pubblicate	33) Fondamentali	
34) Tipo bid	35) Persone	

Note

Mostrare valuta USD ▾ Vedere risultati Riassunto ▾ 1) Totali 2) Salva

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
SN 131681 CET GMT+1:00 H191-3381-0 29-Jan-2020 16:55:21

Fonte Bloomberg per ricerca transazioni con Target quotate

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Brewdog PLC	TSG Consumer Partners LLC	123,85	Cash	22,00%	88,75	9,97	1,40
Tibet Highland Natural Water Ltd	Tibet Water Resources Ltd	62,45	Cash	13,00%	45,32	19,87	1,38
Superdrib SA	Charoen Pokphand Foods PCL	47,46	Cash	30,00%	193,00	11,90	0,25
Guilin Seasmild Foods Co Ltd	Multiple acquirers	42,00	Cash	25,00%	95,00	16,50	0,44
Sula Vineyards Pvt Ltd	Unnamed Buyer	39,30	Cash	19,05%	58,52	6,19	0,67
BS&C Empreendimentos e Participacoes SA	International Finance Corp	25,00	Cash	10,00%	114,54	32,75	0,22
Gardenia Bakeries KL Sdn Bhd	Restu Jernih Sdn Bhd	21,30	Cash	20,00%	219,81	15,22	0,10
NR Instant Produce Co Ltd	Dusit Thani PCL	21,09	Cash	25,90%	30,20	5,22	0,70
Innis & Gunn Brewing Co Ltd/The	Catterton Partners Corp	19,53	Cash	27,90%	16,85	1,25	1,16
Fujian Ming Wei Industrial Inc	Yonghui Superstores Co Ltd	10,50	Cash	19,69%	22,88	5,60	0,46
Premium Vegetable Oils Sdn Bhd	J-Oil Mills Inc	8,80	Cash	20,00%	148,17	6,97	0,06
Mille Dairy Shanghai Co Ltd	Jinfa Labi Maternity & Baby Articles Co Ltd	5,09	Cash	14,00%	17,96	2,78	0,28
Royale Marine Imp-Ex Pvt Ltd	Zhanjiang Guolian Aquatic Products Co Ltd	4,00	Cash	25,30%	37,50	3,40	0,11
Jiangmen Sheng He Tang Co Ltd	Unnamed Buyer	1,61	Cash	10,00%	45,20	9,10	0,04
Thammachart Seafood Retail Co Ltd	Thai Union Group PCL	1,12	Cash	15,10%	20,21	1,10	0,06

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

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Albalact SA	BSA SA	98,13	Cash	25,40%	111,10	10,70	0,88
Tianyun International Holdings Ltd	Sichuan Development Holdings Co Ltd	53,34	Cash	27,00%	110,40	26,50	0,48
DFM Foods Ltd	Aravali Investment Holdings	51,96	Cash	26,10%	47,30	5,10	1,10
Victorias Milling Co Inc	Multiple acquirers	45,39	Cash	14,80%	111,60	39,00	0,41
DFM Foods Ltd	AI Global Investments Cyprus PCC Ltd	45,29	Cash	26,00%	65,30	7,20	0,69
Tianjin Guifaxiang 18th Street Mahua Food Co Ltd	Shaanxi International Trust Co Ltd	43,78	Cash	10,00%	72,00	15,40	0,61
Qinqin Foodstuffs Group Cayman Co Ltd	Private Investor	29,22	Cash	15,46%	116,90	10,20	0,25
Aidigong Maternal & Child Health Ltd	Suntek Global Growth Fund SPC	25,48	Cash	14,30%	48,60	6,60	0,52
Hindustan Foods Ltd	Convergent Finance LLP	21,65	Cash	26,00%	21,50	1,60	1,01
Spritzer BHD	Dymon Asia Private Equity	15,08	Cash	13,04%	70,30	12,60	0,21
Maniker Co Ltd	CJ CheilJedang Corp	13,02	Cash	12,28%	225,30	14,80	0,06
Diamond Estates Wines & Spirits Ltd	Lassonde Industries Inc	4,27	Cash	19,90%	26,70	2,50	0,16
Kozosushi Co Ltd	JFLA Holdings Inc	2,98	Cash	13,70%	50,00	0,80	0,06
GOYO foods Industry Co Ltd	NCB Capital Co Ltd	2,64	Cash	16,52%	15,90	1,50	0,17
Buderim Group Ltd	Asia Mark Development Ltd	1,97	Cash	13,05%	62,90	3,90	0,03

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

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotate
Brewdog PLC	TSG Consumer Partners LLC	123,85	22,00%	9,97	20,00%	112,59	56,46
Tibet Highland Natural Water Ltd	Tibet Water Resources Ltd	62,45	13,00%	19,87	20,00%	96,08	24,18
Superdrob SA	Charoen Pokphand Foods PCL	47,46	30,00%	11,90	20,00%	31,64	13,29
Guilin Seamilk Foods Co Ltd	Multiple acquirers	42,00	25,00%	16,50	20,00%	33,60	10,18
Sula Vineyards Pvt Ltd	Unnamed Buyer	39,30	19,05%	6,19	20,00%	41,26	33,33
BS&C Empreendimentos e Participacoes SA	International Finance Corp	25,00	10,00%	32,75	20,00%	50,00	7,63
Gardenia Bakeries KL Sdn Bhd	Restu Jernih Sdn Bhd	21,30	20,00%	15,22	20,00%	21,30	7,00
NR Instant Produce Co Ltd	Dusit Thani PCL	21,09	25,90%	5,22	20,00%	16,29	15,60
Innis & Gunn Brewing Co Ltd/The	Catterton Partners Corp	19,53	27,90%	1,25	20,00%	14,00	56,00
Fujian Ming Wei Industrial Inc	Yonghui Superstores Co Ltd	10,50	19,69%	5,60	20,00%	10,67	9,52
Premium Vegetable Oils Sdn Bhd	J-Oil Mills Inc	8,80	20,00%	6,97	20,00%	8,80	6,31
Mille Dairy Shanghai Co Ltd	Jinfa Labi Maternity & Baby Articles Co Ltd	5,09	14,00%	2,78	20,00%	7,27	13,08
Royale Marine Imp-Ex Pvt Ltd	Zhanjiang Guolian Aquatic Products Co Ltd	4,00	25,30%	3,40	20,00%	3,16	4,65
Jiangmen Sheng He Tang Co Ltd	Unnamed Buyer	1,61	10,00%	9,10	20,00%	3,22	1,77
Thammachart Seafood Retail Co Ltd	Thai Union Group PCL	1,12	15,10%	1,10	20,00%	1,48	6,74
MEDIA		19,80%	9,85	30,09	17,72		

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate
Albalact SA	BSA SA	98,13	25,40%	10,70	20,00%	77,27	36,11
Tianyun International Holdings Ltd	Sichuan Development Holdings Co Ltd	53,34	27,00%	26,50	20,00%	39,51	7,45
DFM Foods Ltd	Aravali Investment Holdings	51,96	26,10%	5,10	20,00%	39,82	39,04
Victorias Milling Co Inc	Multiple acquirers	45,39	14,80%	39,00	20,00%	61,34	7,86
DFM Foods Ltd	AI Global Investments Cyprus PCC Ltd	45,29	26,00%	7,20	20,00%	34,84	24,19
Tianjin Guifaxiang 18th Street Mahua Food Co Ltd	Shaanxi International Trust Co Ltd	43,78	10,00%	15,40	20,00%	87,56	28,43
Qinqin Foodstuffs Group Cayman Co Ltd	Private Investor	29,22	15,46%	10,20	20,00%	37,80	18,53
Aidigong Maternal & Child Health Ltd	Suntek Global Growth Fund SPC	25,48	14,30%	6,60	20,00%	35,64	27,00
Hindustan Foods Ltd	Convergent Finance LLP	21,65	26,00%	1,60	20,00%	16,65	52,04
Spritzer BHD	Dymon Asia Private Equity	15,08	13,04%	12,60	20,00%	23,13	9,18
Maniker Co Ltd	CJ CheilJedang Corp	13,02	12,28%	14,80	20,00%	21,21	7,16
Diamond Estates Wines & Spirits Ltd	Lassonde Industries Inc	4,27	19,90%	2,50	20,00%	4,29	8,58
Kozosushi Co Ltd	JFLA Holdings Inc	2,98	13,70%	0,80	20,00%	4,35	27,19
GOYO foods Industry Co Ltd	NCB Capital Co Ltd	2,64	16,52%	1,50	20,00%	3,20	10,65
Buderim Group Ltd	Asia Mark Development Ltd	1,97	13,05%	3,90	20,00%	3,02	3,87
MEDIA		18,24%	10,56	32,64	20,49		

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{F\&B} = \left(\frac{20,49}{17,72} - 1 \right) \%$$

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{F\&B} = 15,61\%$$

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'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 incipit 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. 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 particolar 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.

Bibliografia

Acharya V., Pedersen L.H., “*Asset Pricing with Liquidity Risk*”, Journal of Financial Economics, 2005.

Amihud Y., “*Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and times-series effects*”, Journal of Financial Markets, 2002.

Amihud Y., Mendelson H., “*Asset Pricing and the Bid-Ask Spread*”, Journal of Financial Economics, 1986.

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

Comana M., “*Corporate & Investment Banking*”, McGraw-Hill, 2016.

Damodaran A., “*Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*”, Wiley, II Ed., 2006.

Dann L.Y., Mayers D., Raab Jr R.J., “*Trading rules, large blocks and the speed of price adjustment*”, Journal of Financial Economics, 1977.

Datar V.T., Naik N.Y., Radcliffe R., “*Liquidity and Stock Returns: An alternative test*”, Journal of Financial Markets, 1998.

DePamphilis D.M., “*Cross-Border Mergers and Acquisitions*” in “*Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*”, Eight Edition, Academic Press, 2018.

Eleswarapu V.R., “*Cost of Transacting and Expected Returns in the Nasdaq Market*”, Journal of Finance, 1997.

Guatri L., Bini M., “*La valutazione delle aziende*”, Egea, 2016.

Huang R.D., Stoll H.R., “*The Components of the Bid-Ask Spread: A General Approach*”, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, 1997.

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

International Accounting Standards Board (IASB), International Financial Reporting Standards (IFRS) n.13 “*Valutazione del fair value*”, 2011.

Keynes J.M., “*The General Theory of Employment, Interest and Money*”, Palgrave Macmillan, 1936.

Kothare M., Laux P.A., “*Trading Costs and the Trading Systems for NASDAQ stocks*”, Financial Analyst Journal, 1995.

Loeb T.F., “*Trading cost: The Critical Link between Investment Information and Results*”, Financial Analyst Journal, 1983.

Longstaff F.A., “*How much can marketability affect security values?*”, Journal of Finance, 1995.

Marks K.H., Slee R.T., Bles C.W., Nall M.R., “*Middle Market M&A: Handbook for Investment Banking and Business Consulting*”, Wiley, 2012.

Marshall A., “*Principles of Economics*”, Great Minds Series, 1890.

Nijman T., van Soest A., Spierdijk L., “*The Price Impact of Trades in Illiquid Stocks in Periods of High and Low Market Activity*”, Tilburg University, Center for Economic Research, 2002.

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

Organismo Italiano di Valutazione (OIV), Principi Italiani di Valutazione (PIV) III.1.38 “*Le valutazioni comparative di mercato*”, 2015.

Pastor L., Stambaugh R., “*Liquidity Risk and Stock Market Returns*”, Journal of Political Economy, 2002.

Richardson G.B., “*Information and Investment: A Study in the Working of the Competitive Economy*”, Oxford University Press, 1990.

Sarin A., Koeplin J., Shapiro A.C., “*The Private Company Discount*”, Journal of Applied Corporate Finance, 2000.

Stowell D.P., “*Mergers and Acquisitions*” in “*Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*”, Academic Press, 2018.

Subramanian A., Jarrow R.A., “*The Liquidity Discount*”, Mathematical Finance, 2001.

Treynor J.L., “*What does it take to win the trading game?*”, Financial Analysts Journal, 1981.

Vayanos D., “*Transactions Costs and Asset Prices: A Dynamic Equilibrium Model*”, Journal of Financial Economics, 1998.

Zanda G., Lacchini M., Onesti T., “*La valutazione delle aziende*”, Giappichelli, VI Ediz. 2013.

Sitografia

Baird L., Harding D., Horsley P., Dhar S., “M&A in Disruption: 2018 in Review”, Bain & Co., 2018, https://www.bain.com/contentassets/fe0330765f7f478091d189867a614780/bain-report-manda_in_disruption_2018_in_review.pdf

Biondi A., “Sky, Murdoch esce del tutto e vende a Comcast la sua quota del 39 per cento”, Il Sole 24 Ore, 2018, <https://www.ilsole24ore.com/art/sky-murdoch-esce-tutto-e-vende-comcast-sua-quota-39-cento-AErgAy6F>

Biondi A., “Nasce il gigante Disney Fox, completato il deal da 71 miliardi di dollari”, Il Sole 24 Ore, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2019-03-20/nasce-gigante-disney-fox-completato-deal-71-miliardi-dollari-120629.shtml?uuid=ABpVbAgB>

Bureau van Dijk, a Moody’s Analytics Company, “Global M&A Review 2018”, <https://www.bvdinfo.com/BvD/media/reports/Global-M-A-Review-2018.pdf>

Christofferson S.A., McNish R.S., Sias D.L., “Where mergers go wrong”, McKinsey & Co., 2004, <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong>

Damodaran A., “Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount”, Stern School of Business, 2005, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>

Damodaran A., “The Cost of Illiquidity”, Stern School of Business, 2005, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/illiquidity.pdf>

Fildes N., “Brussel offers Vodafone hope over Liberty Global Deal”, Financial Times, 2019, <https://www.ft.com/content/a7c78f02-5550-11e9-91f9-b6515a54c5b1>

Patterson A.P., “Valuation and liquidity discounts”, Financier Worldwide, 2017, <https://www.financierworldwide.com/valuation-and-liquidity-discounts#.XfPCVS2h06i>

Pettenò E., “Consumer Market – Italy – M&A Trends – 2018”, PwC Italia, 2018, <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-consumer-market.pdf>

Sang-Hun C., “Wal-Mart Selling Stores and Leaving South Korea”, The New York Times, 2006, <https://www.nytimes.com/2006/05/23/business/worldbusiness/walmart-selling-stores-and-leaving-south-korea.html>

Vanorio F., Petroni G., “Come il fondo sovrano del Qatar sta agevolando l’espansione di Rosneft”, Start Mag, 2018, <https://www.startmag.it/energia/fondo-sovrano-qatar-rosneft/>

Woodroof N., “Morgan Stanley takes top spot in GlobalData’s oil and gas industry financial advisers league table for 2Q18”, World Pipelines, 2018,
<https://www.worldpipelines.com/business-news/06092018/morgan-stanley-takes-top-spot-in-globaldatas-oil-and-gas-industry-financial-advisers-league-table-for-2q18/>

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 incipit 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.

Criteri deal		Criteri ricerca selezionati		Trovati
11) Date	12) Amm deal	101) Status deal : In corso, Completato, Annullato, Proposto, Rit...		713078
13) Status deal	14) Tipo deal	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...		237102
15) Tipo pagamento	16) Premio	103) Termini : % Posseduta(0, 29) % Desiderata(10, 40)		13163
17) Altri criteri		104) Tipo deal : Qualunque - Acquisto di minoranza, Acquisto alt...		12540
		105) Settore/Industria : Include : Energia, Applicare Target		665
		106) Pubblico/Privato : Privato, Applicare Target		488
		107) Amm deal : (1, 100) Mln		173

Criteri deal		Criteri ricerca selezionati		Trovati
11) Date	12) Amm deal	101) Status deal : In corso, Completato, Proposto		689171
13) Status deal	14) Tipo deal	102) Date : Personalizzare(Gennaio 1 2015, Dicembre 31 2019) ...		224156
15) Tipo pagamento	16) Premio	103) Termini : % Desiderata(10, 30)		12633
17) Altri criteri		104) Tipo deal : Tutti - Acquisto di minoranza		7787
		105) Settore/Industria : Include : Energia, Applicare Target o v...		593
		106) Tipo pagamento : Cash		395
		107) Pubblico/Privato : Pubblico, Applicare Target		135
		108) Amm deal : (1, 200) Mln		86

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.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	Sales Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	Cash	28,50%	58,10	27,60
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	Cash	25,70%	19,22	7,71
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	Cash	20,00%	46,61	10,97
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	Cash	29,00%	44,40	22,60
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	Cash	21,00%	60,21	18,82
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	Cash	25,00%	192,70	44,30
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	Cash	20,00%	45,40	8,53
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	Cash	14,60%	135,65	35,63
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	Cash	13,64%	26,91	10,42
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	Cash	25,20%	12,00	6,69
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	Cash	10,07%	39,53	8,55
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	Cash	31,07%	45,30	5,30
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	Cash	15,25%	22,27	2,05
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruji Cultural Development Co Ltd	6,44	Cash	25,00%	40,86	8,58
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	Cash	10,21%	89,54	4,12
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	Cash	21,05%	24,18	6,80
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	Cash	22,00%	6,66	4,43
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	Cash	20,00%	11,25	2,85
MEDIA		23,54		20,96%	51,15	13,11

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	Cash	16,67%	57,80	8,00
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	Cash	23,10%	68,30	34,40
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	Cash	21,22%	42,20	14,90
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	Cash	26,13%	145,30	13,60
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	Cash	19,90%	105,10	22,10
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	Cash	25,64%	169,30	45,50
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	Cash	15,40%	68,40	25,00
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	Cash	16,65%	68,20	27,20
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	Cash	21,83%	33,70	21,20
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	Cash	15,18%	1,77	14,60
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	Cash	17,57%	21,40	2,60
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	Cash	20,54%	34,70	1,90
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	Cash	12,74%	35,50	3,40
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	Cash	18,72%	16,00	8,40
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	Cash	14,87%	16,00	2,10
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	Cash	15,00%	5,30	1,30
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	Cash	10,21%	22,50	1,60
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	3,00	Cash	26,68%	18,40	0,30
MEDIA		19,71		18,78%	51,66	13,78

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 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.

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 quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Sales Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	58,10	1,09
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	19,22	2,90
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	46,61	1,09
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	44,40	0,95
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	60,21	0,60
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	192,70	0,19
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	45,40	0,72
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	135,65	0,17
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	26,91	0,70
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	12,00	1,25
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	39,53	0,26
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	45,30	0,22
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	22,27	0,41
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruji Cultural Development Co Ltd	6,44	40,86	0,16
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	89,54	0,05
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	24,18	0,16
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	6,66	0,53
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	11,25	0,18
MEDIA		23,54	51,15	0,65

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	SALES Target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	57,80	1,13
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	68,30	0,55
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	42,20	0,84
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	145,30	0,24
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	105,10	0,33
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	169,30	0,20
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	68,40	0,37
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	68,20	0,27
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	33,70	0,42
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	1,77	6,13
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	21,40	0,39
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	34,70	0,20
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	35,50	0,18
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	16,00	0,40
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	16,00	0,29
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	5,30	0,78
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	22,50	0,18
Atlantic Carbon Group PLC	Atrium Coal Ltd	3,00	18,40	0,16
MEDIA		19,71	51,66	0,73

	MEDIA				
	Valore deal (mln\$)	Deal Stock	SALES target pre deal (mln\$)	EBITDA target pre deal (mln\$)	TV/SALES
Campione transazioni con Target private	23,54	20,96%	51,15	13,11	0,65
Campione transazioni con Target pubbliche	19,71	18,78%	51,66	13,78	0,73

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%.

Come illustrato di seguito.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	63,34	28,50%	20,00%	44,45
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	55,65	25,70%	20,00%	43,31
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	50,70	20,00%	20,00%	50,70
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	42,07	29,00%	20,00%	29,01
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	36,40	21,00%	20,00%	34,67
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	36,35	25,00%	20,00%	29,08
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	32,90	20,00%	20,00%	32,90
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	23,12	14,60%	20,00%	31,67
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	18,92	13,64%	20,00%	27,74
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	15,00	25,20%	20,00%	11,90
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	10,18	10,07%	20,00%	20,22
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	9,90	31,07%	20,00%	6,37
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	9,15	15,25%	20,00%	12,00
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruiji Cultural Development Co Ltd	6,44	25,00%	20,00%	5,15
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,27	10,21%	20,00%	8,36
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	3,81	21,05%	20,00%	3,62
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	3,56	22,00%	20,00%	3,24
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,02	20,00%	20,00%	2,02
MEDIA		23,54	20,96%	20,00%	22,02

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	65,42	16,67%	20,00%	78,49
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	37,75	23,10%	20,00%	32,68
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	35,65	21,22%	20,00%	33,60
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	35,44	26,13%	20,00%	27,13
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	34,74	19,90%	20,00%	34,91
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	33,31	25,64%	20,00%	25,98
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	15,40%	20,00%	32,47
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	18,26	16,65%	20,00%	21,93
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	14,30	21,83%	20,00%	13,10
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	10,85	15,18%	20,00%	14,30
EWK Inc	Barko Co Ltd	8,44	17,57%	20,00%	9,61
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	6,92	20,54%	20,00%	6,74
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	6,55	12,74%	20,00%	10,28
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	6,35	18,72%	20,00%	6,78
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	4,70	14,87%	20,00%	6,32
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	4,15	15,00%	20,00%	5,53
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	4,02	10,21%	20,00%	7,87
Atlantic Carbon Group PLC	Atrium Coal Ltd	3,00	26,68%	20,00%	2,25
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:

Target Name	Acquiror Name	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotate
Valorem SAS	3i Infrastructure PLC	27,60	20,00%	44,45	8,05
Sunseap Group Pte Ltd	Banpu PCL	7,71	20,00%	43,31	28,09
Gimcheon Energy Service Co Ltd	Hana Power Package Co	10,97	20,00%	50,70	23,12
Yunnan Baoshan Binglangshan Hydro Power Co Ltd	Yunnan Baoshan Electric Power Co Ltd	22,60	20,00%	29,01	6,42
Oldelval SA	Exxon Mobil Corp	18,82	20,00%	34,67	9,21
Qingdao Zhongtian Oil & Natural Gas Co Ltd	Changchun Sinoenergy Corp	44,30	20,00%	29,08	3,28
Zhejiang Loopmaster Energy Technology Co Ltd	Shenzhen Jianyi Decoration Group Co Ltd	8,53	20,00%	32,90	19,28
SunPine AB	Harima Chemicals Group Inc	35,63	20,00%	31,67	4,44
Shanghai Donghai Wind Power Co Ltd	Shanghai Electric Power Co Ltd	10,42	20,00%	27,74	13,31
Impact Oil & Gas Ltd	Africa Oil Corp	6,69	20,00%	11,90	8,90
Beijing YilongHengye Oil Technical Engineering Co	Multiple acquirers	8,55	20,00%	20,22	11,82
Optony Solar Energy Hangzhou Co Ltd	Zhejiang Hui Surplus Electronics Co Ltd	5,30	20,00%	6,37	6,01
Unicoba Energia SA	Performa Investimentos Ltda	2,05	20,00%	12,00	29,34
Shanghai White Platinum & Silver Exchange	Shenzhen Yinruji Cultural Development Co Ltd	8,58	20,00%	5,15	3,00
Daejeon Cogeneration Plant Co Ltd	Unnamed Buyer	4,12	20,00%	8,36	10,15
TSC Oil and Gas Services Holdings Ltd	Beijing He Ju Tian Yang Investment Management Cent	6,80	20,00%	3,62	2,66
Eolica 2000 SL	Siroco Capital SCR SA	4,43	20,00%	3,24	3,65
Oilfield Services & Supplies Pte Ltd	Potential Buyer	2,85	20,00%	2,02	3,54
MEDIA					10,79

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

Target Name	Acquiror Name	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate
Zhong Fu Tong Group Co Ltd	Fujian Rongjia Technology Co Ltd	8,00	20,00%	78,49	49,06
Orient Green Power Co Ltd	Multiple acquirers	34,40	20,00%	32,68	4,75
IGas Energy PLC	Kerogen Capital Asia Ltd	14,90	20,00%	33,60	11,28
Woongjin Energy Co Ltd	Multiple acquirers	13,60	20,00%	27,13	9,97
Stanmore Coal Ltd	Golden Energy & Resources Ltd	22,10	20,00%	34,91	7,90
GTPL Hathway Ltd	Multiple acquirers	45,50	20,00%	25,98	2,86
Sanchez Midstream Partners LP	Sanchez Energy Corp	25,00	20,00%	32,47	6,49
Sino Oil And Gas Holdings Ltd	Private Investor	27,20	20,00%	21,93	4,03
CH Offshore Ltd	SZ Offshore Investment Pte Ltd	21,20	20,00%	13,10	3,09
MC Mining Ltd	Multiple acquirers	14,60	20,00%	14,30	4,90
EWK Inc	Barko Co Ltd	2,60	20,00%	9,61	18,48
HLB Life Science CO LTD	Pegasus Capital Advisors LP	1,90	20,00%	6,74	17,73
HYSONIC Co Ltd	Multiple acquirers	3,40	20,00%	10,28	15,12
Empire Oil & Gas NL	Mineral Resources Ltd	8,40	20,00%	6,78	4,04
SS COMTECH Co Ltd	Multiple acquirers	2,10	20,00%	6,32	15,05
Green & Smart Holdings PLC	Serba Dinamik Holdings Bhd	1,30	20,00%	5,53	21,28
CWX Global Ltd	Silver Ally Enterprises Ltd	1,60	20,00%	7,87	24,61
Atlantic Carbon Group PLC	Atrum Coal Ltd	0,30	20,00%	2,25	37,48
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 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.

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

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{E\&U} = 32,90\%$$

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:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Big Hit Entertainment Co	Netmarble Corp	189,79	Cash	25,71%	86,32	31,09	2,20	
MessageDu Pty Ltd	Mercury Capital Pty Ltd	185,55	Cash	30,00%	60,76	19,92	3,05	
Big Hit Entertainment Co	STIC Investment Inc	91,17	Cash	12,00%	86,32	31,09	1,06	
WingArc1st Inc	Sansan Inc	46,17	Cash	11,44%	139,70	48,90	0,33	
LS Cable & System Asia Ltd	KHQ No3 Private Equity Fund	45,73	Cash	19,62%	170,69	9,72	0,27	
Medit Corp	Multiple acquirers	45,61	Cash	15,00%	29,41	9,42	1,55	
Shanghai Data Solution Co Ltd	Shanghai Yinghong Investment Management Ltd	43,87	Cash	30,00%	65,48	12,10	0,67	
CIDS Data System Co Ltd	Beijing E-Hualu Leading Investment Management Co L	38,55	Cash	29,76%	29,83	13,30	1,29	
FINO PayTech Ltd	Bharat Petroleum Corp Ltd	37,58	Cash	21,00%	44,38	6,86	0,85	
Winning Internet Technology Co Ltd	Ant Financial Services Group	30,05	Cash	30,00%	192,40	45,10	0,16	
Fujian Fushun Micro-Electronic Co Ltd	Fujian Electronics & Information Group Co Ltd	21,95	Cash	30,00%	27,48	2,20	0,80	
Suqian Baibao Information Technology Co Ltd	Lafang China Co Ltd	16,89	Cash	20,00%	15,39	2,30	1,10	
TNK Factory	KB Cape No1 PEF	16,53	Cash	28,84%	14,73	1,79	1,12	
Maple Semiconductor Inc	Wedge Industrial Co Ltd	15,44	Cash	25,00%	39,02	4,47	0,40	
Dominant Opto Technologies Sdn Bhd	Epistar Corp	14,53	Cash	10,00%	120,55	5,60	0,12	
Shanghai Wicenet Co Ltd	Tianjin Futong Xinmao Science & Technology Co Ltd	13,87	Cash	10,00%	14,80	3,30	0,94	
Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd	Yunnan Nantian Electronics Information Co Ltd	13,62	Cash	28,54%	14,48	3,06	0,94	
Chengdu Sobey Digital Technology Co Ltd	Oriental Pearl Group Co Ltd	13,57	Cash	11,80%	116,20	7,50	0,12	
Daewon CI Co Ltd	Kakao Corp	13,40	Cash	19,80%	106,80	12,90	0,13	
Shenzhen Yifang Digital Technology Co Ltd	Suzhou Victory Precision Manufacture Co Ltd	13,18	Cash	20,00%	185,76	4,20	0,07	
Shenzhen Youwang Technology Co Ltd	Hengtong Optic-electric Co Ltd	12,34	Cash	20,00%	20,86	13,00	0,50	
Shanghai Hyde Software Corp Ltd	Ping An Healthcare and Technology Co Ltd	11,68	Cash	11,37%	14,87	2,55	0,79	
Sajo Systems Co Ltd	SAJOHAPEYO Corp	10,11	Cash	16,00%	11,44	4,37	0,88	
MEDIA					20,69%	69,90	12,81	0,84

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Posiflex Technology Inc	Multiple acquirers	158,90	Cash	27,50%	117,70	26,90	1,35	
Ourgame International Holdings Ltd	Multiple acquirers	145,76	Cash	28,76%	77,80	18,00	1,87	
Jiangsu Leike Defense Technology Co Ltd	Multiple acquirers	105,77	Cash	11,68%	114,80	27,20	0,92	
Shenzhen Hirisun Technology Inc	Hangzhou Finance And Investment Group Co Ltd	90,10	Cash	24,80%	40,50	7,00	2,22	
Tesna Inc	AI Tree Private Equity Fund	87,08	Cash	29,99%	59,30	29,30	1,47	
Bringspring Science and Technology Co Ltd	Liaoning Guoke Industry Co Ltd	82,69	Cash	29,00%	63,40	5,30	1,30	
Blanco Technology Group PLC	Peel Hunt LLP	70,74	Cash	26,40%	23,70	6,50	2,98	
S-MAC Co Ltd/Korea	Aprogen Healthcare & Games Inc	46,32	Cash	22,57%	128,50	20,70	0,36	
Suzhou MedicalSystem Technology Co Ltd	Anyang Asset Management Hangzhou Co Ltd	39,83	Cash	10,19%	48,80	11,50	0,82	
Funcom Se	Tencent Holdings Ltd	38,72	Cash	29,00%	33,80	17,70	1,15	
Double Standard Inc	SBI Holdings Inc/Japan	38,65	Cash	15,13%	18,00	5,30	2,15	
Demae-Can Co Ltd	LINE Corp	38,56	Cash	20,00%	31,00	7,10	1,24	
JoyCity Corp	nDream Co Ltd	37,45	Cash	12,00%	44,20	7,30	0,85	
Solueta Co Ltd	Dasan Networks Inc	35,34	Cash	27,21%	81,90	5,30	0,43	
Genie Music Corp	LG Uplus Corp	23,39	Cash	15,00%	96,00	6,80	0,24	
Yuyang DNU Co Ltd	Multiple acquirers	22,25	Cash	19,01%	113,10	7,00	0,20	
YD Online Corp	Cloud Magic Co Ltd	22,02	Cash	22,43%	32,30	2,20	0,68	
JEP Holdings Ltd	UMS Holdings Ltd	21,35	Cash	29,50%	63,60	4,70	0,34	
CS Loxinfo PCL	Advanced Info Service PCL	20,46	Cash	14,14%	82,80	16,70	0,25	
Ourgame International Holdings Ltd	Total Victory Global Ltd	20,13	Cash	10,80%	132,00	23,40	0,15	
V-Cube Inc	Regional Economy Vitalization Corp of Japan	13,20	Cash	12,34%	66,80	10,30	0,20	
SNTEKBM Co Ltd	Eco BM Investment Association No1	11,00	Cash	15,07%	102,50	6,40	0,11	
Nippon RAD Inc	Advantech Co Ltd	10,38	Cash	18,75%	29,80	2,00	0,35	
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 *EV/EBITDA* medio; in particolare, 21,26x per il campione non quotate e 26,07x per il campione quotate (tabelle a seguire).

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotate
Big Hit Entertainment Co	Netmarble Corp	189,79	25,71%	31,09	20,00%	147,64	23,74
Messagedu Pty Ltd	Mercury Capital Pty Ltd	185,55	30,00%	19,92	20,00%	123,70	31,05
Big Hit Entertainment Co	STIC Investment Inc	91,17	12,00%	31,09	20,00%	151,95	24,44
WingArc1st Inc	Sansan Inc	46,17	11,44%	48,90	20,00%	80,72	8,25
LS Cable & System Asia Ltd	KHQ No3 Private Equity Fund	45,73	19,62%	9,72	20,00%	46,62	23,98
Medit Corp	Multiple acquirers	45,61	15,00%	9,42	20,00%	60,81	32,28
Shanghai Data Solution Co Ltd	Shanghai Yinghong Investment Management Ltd	43,87	30,00%	12,10	20,00%	29,25	12,09
CIDS Data System Co Ltd	Beijing E-Hualu Leading Investment Management Co L	38,55	29,76%	13,30	20,00%	25,91	9,74
FINO PayTech Ltd	Bharat Petroleum Corp Ltd	37,58	21,00%	6,86	20,00%	35,79	26,09
Winning Internet Technology Co Ltd	Ant Financial Services Group	30,05	30,00%	45,10	20,00%	20,03	2,22
Fujian Fushun Micro-Electronic Co Ltd	Fujian Electronics & Information Group Co Ltd	21,95	30,00%	2,20	20,00%	14,63	33,26
Suqian Baibao Information Technology Co Ltd	Lafang China Co Ltd	16,89	20,00%	2,30	20,00%	16,89	36,72
TKN Factory	KB Cape No1 PEF	16,53	28,84%	1,79	20,00%	11,46	32,02
Maple Semiconductor Inc	Wedge Industrial Co Ltd	15,44	25,00%	4,47	20,00%	12,35	13,82
Dominant Opto Technologies Sdn Bhd	Epistar Corp	14,53	10,00%	5,60	20,00%	29,06	25,95
Shanghai Wicernet Co Ltd	Tianjin Futong Xinmao Science & Technology Co Ltd	13,87	10,00%	3,30	20,00%	27,74	42,03
Beijing Star Cube Technology Development Co Ltd	Yunnan Nantian Electronics Information Co Ltd	13,62	28,54%	3,06	20,00%	9,54	15,60
Chengdu Sobey Digital Technology Co Ltd	Oriental Pearl Group Co Ltd	13,57	11,80%	7,50	20,00%	23,00	15,33
Daewon CI Co Ltd	Kakao Corp	13,40	19,80%	12,90	20,00%	13,54	5,25
Shenzhen Yifang Digital Technology Co Ltd	Suzhou Victory Precision Manufacture Co Ltd	13,18	20,00%	4,20	20,00%	13,18	15,69
Shenzhen Youwang Technology Co Ltd	Hengtong Optic-electric Co Ltd	12,34	20,00%	13,00	20,00%	12,34	4,75
Shanghai Hydee Software Corp Ltd	Ping An Healthcare and Technology Co Ltd	11,68	11,37%	2,55	20,00%	20,55	40,28
Sajo Systems Co Ltd	SAJOHAPEYO Corp	10,11	16,00%	4,37	20,00%	12,64	14,46
						MEDIA	21,26

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate
Posiflex Technology Inc	Multiple acquirers	158,90	27,50%	26,90	20,00%	115,56	21,48
Ourgame International Holdings Ltd	Multiple acquirers	145,76	28,76%	18,00	20,00%	101,36	28,16
Jiangsu Leike Defense Technology Co Ltd	Multiple acquirers	105,77	11,68%	27,20	20,00%	181,11	33,29
Shenzhen Hirisun Technology Inc	Hangzhou Finance And Investment Group Co Ltd	90,10	24,80%	7,00	20,00%	72,66	51,90
Tesna Inc	AI Tree Private Equity Fund	87,08	29,99%	29,30	20,00%	58,07	9,91
Bringspring Science and Technology Co Ltd	Liaoning Guoke Industry Co Ltd	82,69	29,00%	5,30	20,00%	57,03	53,80
Blanco Technology Group PLC	Peel Hunt LLP	70,74	26,40%	6,50	20,00%	53,59	41,22
S-MAC Co Ltd/Korea	Aprogen Healthcare & Games Inc	46,32	22,57%	20,70	20,00%	41,05	9,91
Suzhou MedicalSystem Technology Co Ltd	Anyang Asset Management Hangzhou Co Ltd	39,83	10,19%	11,50	20,00%	78,17	33,99
Funcom Se	Tencent Holdings Ltd	38,72	29,00%	17,70	20,00%	26,70	7,54
Double Standard Inc	SBI Holdings Inc/Japan	38,65	15,13%	5,30	20,00%	51,09	48,20
Demae-Can Co Ltd	LINE Corp	38,56	20,00%	7,10	20,00%	38,56	27,15
JoyCity Corp	nDream Co Ltd	37,45	12,00%	7,30	20,00%	62,42	42,75
Solmeta Co Ltd	Dasan Networks Inc	35,34	27,21%	5,30	20,00%	25,98	24,51
Genie Music Corp	LG Uplus Corp	23,39	15,00%	6,80	20,00%	31,19	22,93
Yuyang DNU Co Ltd	Multiple acquirers	22,25	19,01%	7,00	20,00%	23,41	16,72
YD Online Corp	Cloud Magic Co Ltd	22,02	22,43%	2,20	20,00%	19,63	44,62
JEP Holdings Ltd	UMS Holdings Ltd	21,35	29,50%	4,70	20,00%	14,47	15,40
CS Loxinfo PCL	Advanced Info Service PCL	20,46	14,14%	16,70	20,00%	28,94	8,66
Ourgame International Holdings Ltd	Total Victory Global Ltd	20,13	10,80%	23,40	20,00%	37,28	7,97
V-Cube Inc	Regional Economy Vitalization Corp of Japan	13,20	12,34%	10,30	20,00%	21,39	10,39
SNTEKBM Co Ltd	Eco BM Investment Association No1	11,00	15,07%	6,40	20,00%	14,60	11,41
Nippon RAD Inc	Advantech Co Ltd	10,38	18,75%	2,00	20,00%	11,07	27,68
						MEDIA	26,07

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%.

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{IT} = \left(\frac{26,07}{21,26} - 1 \right) \%$$

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{IT} = 22,62\%$$

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 quotate e \$77,05mln, \$10,56mln e 0,44x in riferimento al campione di transazioni con target quotate.

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Brewdog PLC	TSG Consumer Partners LLC	123,85	Cash	22,00%	88,75	9,97	1,40	
Tibet Highland Natural Water Ltd	Tibet Water Resources Ltd	62,45	Cash	13,00%	45,32	19,87	1,38	
Superdrib SA	Charoen Pokphand Foods PCL	47,46	Cash	30,00%	193,00	11,90	0,25	
Guilin Seasmild Foods Co Ltd	Multiple acquirers	42,00	Cash	25,00%	95,00	16,50	0,44	
Sula Vineyards Pvt Ltd	Unnamed Buyer	39,30	Cash	19,05%	58,52	6,19	0,67	
BS&C Empreendimentos e Participacoes SA	International Finance Corp	25,00	Cash	10,00%	114,54	32,75	0,22	
Gardenia Bakeries KL Sdn Bhd	Restu Jernih Sdn Bhd	21,30	Cash	20,00%	219,81	15,22	0,10	
NR Instant Produce Co Ltd	Dusit Thani PCL	21,09	Cash	25,90%	30,20	5,22	0,70	
Innis & Gunn Brewing Co Ltd/The	Catterton Partners Corp	19,53	Cash	27,90%	16,85	1,25	1,16	
Fujian Ming Wei Industrial Inc	Yonghui Superstores Co Ltd	10,50	Cash	19,69%	22,88	5,60	0,46	
Premium Vegetable Oils Sdn Bhd	J-Oil Mills Inc	8,80	Cash	20,00%	148,17	6,97	0,06	
Mille Dairy Shanghai Co Ltd	Jinfa Labi Maternity & Baby Articles Co Ltd	5,09	Cash	14,00%	17,96	2,78	0,28	
Royale Marine Imp-Ex Pvt Ltd	Zhanjiang Guolian Aquatic Products Co Ltd	4,00	Cash	25,30%	37,50	3,40	0,11	
Jiangmen Sheng He Tang Co Ltd	Unnamed Buyer	1,61	Cash	10,00%	45,20	9,10	0,04	
Thammachart Seafood Retail Co Ltd	Thai Union Group PCL	1,12	Cash	15,10%	20,21	1,10	0,06	
				MEDIA	19,80%	76,93	9,85	0,49

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE								
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Type of payment	Deal Stock	SALES Target pre deal (mln\$)	EBITDA Target pre deal (mln\$)	TV/SALES	
Albalact SA	BSA SA	98,13	Cash	25,40%	111,10	10,70	0,88	
Tianyun International Holdings Ltd	Sichuan Development Holdings Co Ltd	53,34	Cash	27,00%	110,40	26,50	0,48	
DFM Foods Ltd	Aravali Investment Holdings	51,96	Cash	26,10%	47,30	5,10	1,10	
Victorias Milling Co Inc	Multiple acquirers	45,39	Cash	14,80%	111,60	39,00	0,41	
DFM Foods Ltd	AI Global Investments Cyprus PCC Ltd	45,29	Cash	26,00%	65,30	7,20	0,69	
Tianjin Guifaxiang 18th Street Mahua Food Co Ltd	Shaanxi International Trust Co Ltd	43,78	Cash	10,00%	72,00	15,40	0,61	
Qinqin Foodstuffs Group Cayman Co Ltd	Private Investor	29,22	Cash	15,46%	116,90	10,20	0,25	
Aidigong Maternal & Child Health Ltd	Suntek Global Growth Fund SPC	25,48	Cash	14,30%	48,60	6,60	0,52	
Hindustan Foods Ltd	Convergent Finance LLP	21,65	Cash	26,00%	21,50	1,60	1,01	
Spritzer BHD	Dymon Asia Private Equity	15,08	Cash	13,04%	70,30	12,60	0,21	
Maniker Co Ltd	CJ Cheiljedang Corp	13,02	Cash	12,28%	225,30	14,80	0,06	
Diamond Estates Wines & Spirits Ltd	Lassonde Industries Inc	4,27	Cash	19,90%	26,70	2,50	0,16	
Kozosushi Co Ltd	JFLA Holdings Inc	2,98	Cash	13,70%	50,00	0,80	0,06	
GOYO foods Industry Co Ltd	NCB Capital Co Ltd	2,64	Cash	16,52%	15,90	1,50	0,17	
Buderim Group Ltd	Asia Mark Development Ltd	1,97	Cash	13,05%	62,90	3,90	0,03	
				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 quotate (tabelle a seguire).

Campione di transazioni aventi a oggetto target non quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET NON QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target non quotate
Brewdog PLC	TSG Consumer Partners LLC	123,85	22,00%	9,97	20,00%	112,59	56,46
Tibet Highland Natural Water Ltd	Tibet Water Resources Ltd	62,45	13,00%	19,87	20,00%	96,08	24,18
Superdrob SA	Charoen Pokphand Foods PCL	47,46	30,00%	11,90	20,00%	31,64	13,29
Gulini Seasmild Foods Co Ltd	Multiple acquirers	42,00	25,00%	16,50	20,00%	33,60	10,18
Sula Vineyards Pvt Ltd	Unnamed Buyer	39,30	19,05%	6,19	20,00%	41,26	33,33
BS&C Empreendimentos e Participacoes SA	International Finance Corp	25,00	10,00%	32,75	20,00%	50,00	7,63
Gardenia Bakeries KL Sdn Bhd	Restu Jernih Sdn Bhd	21,30	20,00%	15,22	20,00%	21,30	7,00
NR Instant Produce Co Ltd	Dusit Thani PCL	21,09	25,90%	5,22	20,00%	16,29	15,60
Innis & Gunn Brewing Co Ltd/The	Catterton Partners Corp	19,53	27,90%	1,25	20,00%	14,00	56,00
Fujian Ming Wei Industrial Inc	Yonghui Superstores Co Ltd	10,50	19,69%	5,60	20,00%	10,67	9,52
Premium Vegetable Oils Sdn Bhd	J-Oil Mills Inc	8,80	20,00%	6,97	20,00%	8,80	6,31
Mille Dairy Shanghai Co Ltd	Jinfa Labi Maternity & Baby Articles Co Ltd	5,09	14,00%	2,78	20,00%	7,27	13,08
Royale Marine Imp-Ex Pvt Ltd	Zhanjiang Guolian Aquatic Products Co Ltd	4,00	25,30%	3,40	20,00%	3,16	4,65
Jiangmen Sheng He Tang Co Ltd	Unnamed Buyer	1,61	10,00%	9,10	20,00%	3,22	1,77
Thammachart Seafood Retail Co Ltd	Thai Union Group PCL	1,12	15,10%	1,10	20,00%	1,48	6,74
MEDIA		19,80%	9,85	30,09	17,72		

Campione di transazioni aventi a oggetto target quotate:

CAMPIONE DI TRANSAZIONI TRA ACQUIROR E TARGET QUOTATE							
Target Name	Acquiror Name	Deal Value (mln\$)	Deal Stock	EBITDA Target pre deal (mln\$)	Variazione stock equity desiderata	Deal Value normalizzato (mln\$)	EV/EBITDA Target quotate
Albalact SA	BSA SA	98,13	25,40%	10,70	20,00%	77,27	36,11
Tianyun International Holdings Ltd	Sichuan Development Holdings Co Ltd	53,34	27,00%	26,50	20,00%	39,51	7,45
DFM Foods Ltd	Aravali Investment Holdings	51,96	26,10%	5,10	20,00%	39,82	39,04
Victorias Milling Co Inc	Multiple acquirers	45,39	14,80%	39,00	20,00%	61,34	7,86
DFM Foods Ltd	AI Global Investments Cyprus PCC Ltd	45,29	26,00%	7,20	20,00%	34,84	24,19
Tianjin Guifaxiang 18th Street Mahua Food Co Ltd	Shaanxi International Trust Co Ltd	43,78	10,00%	15,40	20,00%	87,56	28,43
Qinqin Foodstuffs Group Cayman Co Ltd	Private Investor	29,22	15,46%	10,20	20,00%	37,80	18,53
Aidigong Maternal & Child Health Ltd	Suntek Global Growth Fund SPC	25,48	14,30%	6,60	20,00%	35,64	27,00
Hindustan Foods Ltd	Convergent Finance LLP	21,65	26,00%	1,60	20,00%	16,65	52,04
Spritzer BHD	Dymon Asia Private Equity	15,08	13,04%	12,60	20,00%	23,13	9,18
Maniker Co Ltd	CJ Cheiljedang Corp	13,02	12,28%	14,80	20,00%	21,21	7,16
Diamond Estates Wines & Spirits Ltd	Lassonde Industries Inc	4,27	19,90%	2,50	20,00%	4,29	8,58
Kozosushi Co Ltd	JFLA Holdings Inc	2,98	13,70%	0,80	20,00%	4,35	27,19
GOYO foods Industry Co Ltd	NCB Capital Co Ltd	2,64	16,52%	1,50	20,00%	3,20	10,65
Buderim Group Ltd	Asia Mark Development Ltd	1,97	13,05%	3,90	20,00%	3,02	3,87
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%.

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{F\&B} = \left(\frac{20,49}{17,72} - 1 \right) \%$$

$$\text{Sconto di liquidità medio di settore}_{F\&B} = 15,61\%$$

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 particolar 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.