

**Dipartimento  
di Impresa e Management**

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato

## **Le operazioni di M&A come strumento per la creazione di valore: analisi dell'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica**

Prof. Luigi Gubitosi

---

RELATORE

Prof. Luigi De Vecchi

---

CORRELATORE

Daniele Polletta  
Matr. 735761

---

CANDIDATO

# INDICE

|                                                                                                         |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Introduzione.....</b>                                                                                | <b>4</b>  |
| <b>CAPITOLO 1 - LE OPERAZIONI DI M&amp;A: STRUMENTO STRATEGICO PER LA CREAZIONE DI VALORE.....</b>      | <b>6</b>  |
| 1.1. Strategie per la crescita delle imprese.....                                                       | 6         |
| 1.1.1. La crescita per linee interne.....                                                               | 7         |
| 1.1.2. La crescita per linee esterne.....                                                               | 7         |
| 1.1.3. Considerazioni sulle diverse tipologie di crescita.....                                          | 10        |
| 1.2. Operazioni di finanza straordinaria: le M&A.....                                                   | 11        |
| 1.2.1. Le fusioni.....                                                                                  | 12        |
| 1.2.2. Le acquisizioni.....                                                                             | 13        |
| 1.3. Le M&A come strategia per la creazione di valore.....                                              | 14        |
| 1.4. Diverse tipologie di M&A.....                                                                      | 15        |
| 1.4.1. Acquisizioni amichevoli ed ostili.....                                                           | 17        |
| 1.4.2. Diverse tipologie di fusioni.....                                                                | 19        |
| 1.5. Le <i>merger waves</i> .....                                                                       | 19        |
| 1.6. Motivazioni alla base delle operazioni di M&A.....                                                 | 22        |
| 1.6.1. Le sinergie ricercate.....                                                                       | 24        |
| 1.6.2. Motivazioni della società acquisita.....                                                         | 25        |
| 1.7. Le determinanti degli insuccessi delle operazioni di M&A.....                                      | 26        |
| 1.8. Prospettive per il futuro del mercato delle M&A.....                                               | 28        |
| <b>CAPITOLO 2 - IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE.....</b>                                                    | <b>31</b> |
| 2.1. Il processo di acquisizione.....                                                                   | 31        |
| 2.2. L'analisi e valutazione strategica preventiva.....                                                 | 32        |
| 2.2.1. L'impostazione strategica del problema.....                                                      | 33        |
| 2.2.2. La definizione degli obiettivi e l'identificazione del profilo della società <i>target</i> ..... | 34        |
| 2.2.3. La ricerca delle alternative.....                                                                | 35        |
| 2.3. La negoziazione.....                                                                               | 36        |
| 2.3.1. La selezione della giusta <i>target</i> .....                                                    | 37        |
| 2.3.2. La valutazione.....                                                                              | 38        |
| 2.3.3. La formalizzazione della negoziazione.....                                                       | 40        |
| 2.4. L'integrazione ex post.....                                                                        | 41        |
| 2.4.1. Interdipendenza strategica o autonomia organizzativa.....                                        | 44        |
| 2.4.2. Problemi che si possono presentare nella fase di integrazione.....                               | 45        |
| 2.5. L'impatto delle macrofasi del processo acquisitivo sulla creazione di valore.....                  | 48        |
| <b>CAPITOLO 3 - I METODI DI VALUTAZIONE E IL VALORE DELLE SINERGIE.....</b>                             | <b>49</b> |
| 3.1. La valutazione aziendale.....                                                                      | 49        |
| 3.2. I principali metodi di valutazione.....                                                            | 50        |
| 3.3. L'approccio finanziario: il <i>Discounted Cash Flow model</i> .....                                | 53        |
| 3.3.1. <i>Asset side approach</i> .....                                                                 | 56        |
| 3.3.1.1. Stima del <i>Free Cash Flows from Operations</i> (FCFO).....                                   | 57        |
| 3.3.1.2. Stima del WACC come tasso di attualizzazione.....                                              | 59        |
| 3.3.2. <i>Equity side approach</i> .....                                                                | 61        |
| 3.4. L'approccio relativo: il metodo dei multipli di mercato.....                                       | 65        |
| 3.4.1. Vantaggi e svantaggi dell'applicazione del metodo dei multipli.....                              | 69        |
| 3.5. Il valore di acquisizione.....                                                                     | 69        |
| 3.6. La valutazione delle sinergie.....                                                                 | 71        |

|                                                                                                              |            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>CAPITOLO 4 - CASO STUDIO: L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI<br/>ESSILORLUXOTTICA.....</b>         | <b>73</b>  |
| <b>4.1. Overview .....</b>                                                                                   | <b>73</b>  |
| <b>4.2. Analisi settoriale: il settore dell'eyewear e dell'eyecare .....</b>                                 | <b>74</b>  |
| 4.2.1. I <i>player</i> del settore.....                                                                      | 77         |
| <b>4.3. EssilorLuxottica.....</b>                                                                            | <b>81</b>  |
| 4.3.1. <i>Group strategy</i> .....                                                                           | 83         |
| 4.3.2. <i>Innovazione</i> .....                                                                              | 85         |
| 4.3.3. Risultati finanziari di EssilorLuxottica .....                                                        | 87         |
| <b>4.4. GrandVision .....</b>                                                                                | <b>89</b>  |
| 4.4.1. <i>Business Model</i> .....                                                                           | 90         |
| 4.4.2. <i>Business Strategy</i> .....                                                                        | 91         |
| 4.4.3. Risultati finanziari di GrandVision .....                                                             | 94         |
| <b>4.5. L'operazione di acquisizione di GrandVision .....</b>                                                | <b>96</b>  |
| 4.5.1. Approvazioni Antitrust .....                                                                          | 97         |
| 4.5.2. Chiusura dell'operazione e fasi successive .....                                                      | 98         |
| <b>4.6. Le motivazioni dell'acquisizione e le sinergie ricercate.....</b>                                    | <b>99</b>  |
| <b>4.7. La valutazione di GrandVision .....</b>                                                              | <b>100</b> |
| 4.7.1. Stima dei flussi di cassa prospettici e la valutazione con il <i>Discounted Cash Flow model</i> ..... | 101        |
| 4.7.2. Valutazione con il metodo dei multipli .....                                                          | 106        |
| <b>4.8. Fairness Opinion.....</b>                                                                            | <b>108</b> |
| <b>4.9. Analisi andamento titoli EssilorLuxottica e GrandVision .....</b>                                    | <b>109</b> |
| <b>4.10. Risultati finanziari di EssilorLuxottica post acquisizione.....</b>                                 | <b>114</b> |
| <b>Conclusioni .....</b>                                                                                     | <b>119</b> |
| <b>Bibliografia .....</b>                                                                                    | <b>122</b> |
| <b>Sitografia e Banche dati .....</b>                                                                        | <b>127</b> |
| <b>Ringraziamenti.....</b>                                                                                   | <b>129</b> |

## ***Introduzione***

In un contesto caratterizzato da continue ed intense evoluzioni dei mercati, le imprese che vi operano sono influenzate in modo incisivo da tali cambiamenti e, per riuscire a mantenere un determinato vantaggio competitivo, stanno vivendo una profonda trasformazione sia da un punto di vista organizzativo, che comportamentale. Di conseguenza, sono alla ricerca di nuove ed efficienti strategie per fronteggiare un ambiente operativo così mutevole.

Le principali operazioni che caratterizzano un'economia così dinamica sono le fusioni ed acquisizioni, definite operazioni di “*Merger and Acquisition*” (M&A), strategie di crescita esterna, a cui molte organizzazioni sono costrette a ricorrere, a causa di una sempre più intensa concorrenza, dell'effetto della globalizzazione e di un continuo sviluppo tecnologico. La maggioranza delle imprese non detengono risorse necessarie per mantenere un vantaggio competitivo e, questo, comporta la necessità di guardare al di fuori dei loro confini organizzativi, cercando di accrescere il loro valore attraverso alleanze strategiche o partnership.

Il presente elaborato analizza in modo dettagliato le operazioni di M&A, le quali si affermano come uno dei più validi strumenti a disposizione delle imprese per realizzare delle crescite esterne e creare nuovo valore per l'organizzazione stessa. Tali operazioni rientrano in quelle di finanza straordinaria, anche se recentemente sono sempre più diffuse all'interno della pianificazione strategica aziendale. La popolarità di questo tipo di operazione è dovuta al fatto che, molto spesso, ha rappresentato il modo più efficace ed efficiente per entrare in nuovi segmenti di mercato o semplicemente difendersi dalla competizione, stando al passo con il progresso tecnologico, ma, allo stesso tempo, è risaputo come sia uno degli strumenti più utilizzati dai manager avente il solo fine di accrescere la propria popolarità o guidati da un cieco senso di infallibilità nel prendere decisioni manageriali. Basti pensare che nel 2021 il valore monetario delle operazioni di M&A è arrivato a raggiungere un picco di 5,9 trilioni di dollari, raggiungendo valori record in termini di multipli di mercato nei settori dove la scala è un fattore fondamentale, con valori in media di 25 e 20 volte. Quelle sopra descritte sono solo alcune tra le tante motivazioni che hanno causato una crescente attenzione da parte di ricercatori nel campo economico sulle operazioni di fusione e acquisizione e sull'effettivo valore da esse creato, principale argomento oggetto di studio da parte della letteratura.

Il primo capitolo “*Le operazioni di M&A: strumento strategico per la creazione di valore*” studia i diversi percorsi di crescita delle imprese, concentrandosi in particolare nelle operazioni di M&A, distinguendo le varie tipologie attuabili nel perseguimento delle strategie aziendali. Vengono analizzate caratteristiche peculiari delle operazioni di acquisizione e fusione, nonché le motivazioni che portano ad intraprendere questo tipo di operazione, evidenziandone le opportunità e i rischi dai quali dipende il successo dell'operazione stessa. Il secondo capitolo “*Il processo di acquisizione*” si focalizza nella descrizione del processo di acquisizione, illustrando le macrofasi che lo compongono, analizzando, quindi, come nasce nel concreto un'operazione di

questo tipo, fino ad arrivare all'integrazione ex post delle società, uno degli aspetti più determinanti per la riuscita delle operazioni di M&A, e l'impatto che queste hanno sulla creazione di valore.

Il terzo capitolo "*I metodi di valutazione e il valore delle sinergie*" è rivolto ad analizzare il processo valutativo e i principali metodi di valutazione adottati nella prassi, dove si presterà particolare attenzione all'approccio finanziario del *Discounted Cash Flow model* e all'approccio relativo basato sull'applicazione dei multipli, i quali verranno utilizzati anche per l'analisi del caso studio. Inoltre, verranno analizzate nel dettaglio le varie tipologie di sinergie e la valutazione degli effetti sinergici, dai quali dipende, molto spesso, la probabilità di successo di un'acquisizione.

Il quarto capitolo "*Caso studio: l'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica*" si propone di analizzare un caso di studio reale, relativo all'acquisizione di GrandVision da parte del colosso del settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, EssilorLuxottica, una delle operazioni di M&A più importanti sul panorama europeo negli ultimi anni, la quale offre numerosi spunti di riflessione e possibilità di analisi. Nel dettaglio, si analizzeranno quelle che sono le caratteristiche dell'operazione conclusa recentemente, nonché quali sono le motivazioni e gli obiettivi che hanno portato al compimento dell'acquisizione, mettendo in evidenza le sinergie attese. Verrà calcolato, attraverso l'utilizzo del metodo di valutazione del *Discounted Cash Flow* (DCF) e il metodo dei multipli, il Prezzo per Azione di GrandVision, mettendolo a confronto con quello effettivamente pagato da EssilorLuxottica. Inoltre, sarà compiuta un'analisi su quelli che sono i risultati finanziari e la performance di EssilorLuxottica post acquisizione, i quali verranno confrontati con i risultati ottenuti precedentemente l'operazione.

L'obiettivo di questo elaborato, dunque, è quello di dare una descrizione dettagliata delle operazioni di M&A, mettendo in evidenza come le imprese, con il fine di creare valore e ottenere un vantaggio competitivo, tendono sempre più ad attuare queste operazioni nelle loro strategie aziendali. Inoltre, il lavoro svolto mira ad analizzare l'operazione di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, effettuando una valutazione della società *target* con il fine di calcolare, attraverso il metodo del DCF e il metodo dei multipli, il Prezzo per Azione di GrandVision. Tramite un'analisi che si avvale di una moltitudine di strumenti differenti, questo elaborato mirerà a rispondere al quesito che ci siamo posti, ovvero se il prezzo pagato dal colosso francese dell'*eyewear* e dell'*eyecare* sia in linea con le aspettative di creazione del valore da parte del management, nel momento in cui hanno deciso di acquisire GrandVision.

## CAPITOLO 1

# LE OPERAZIONI DI M&A: STRUMENTO STRATEGICO PER LA CREAZIONE DI VALORE

### 1.1. Strategie per la crescita delle imprese

Durante il loro ciclo di vita, le aziende pianificano ed attuano azioni strategiche con l'obiettivo di accrescere il proprio valore e questo avviene per ragioni di carattere sia soggettivo che oggettivo. Le motivazioni soggettive risiedono principalmente nella volontà di manager e imprenditori di affrontare progetti ambiziosi per raggiungere prospettive future che possano elevare il loro status quo. Le ragioni di tipo oggettivo sono quelle che derivano da opportune valutazioni strategiche, che giustificano e sostengono razionalmente le azioni intraprese volte alla crescita<sup>1</sup>.

Negli ultimi anni, con il progressivo aumento della competitività, le organizzazioni hanno dovuto attuare strategie di crescita non come opzione strategica, ma come un'azione necessaria per la sopravvivenza nell'attuale mercato competitivo, soprattutto le imprese operanti in settori caratterizzati da mercati saturi.

In questo contesto, lo sviluppo imprenditoriale diventa, quindi, fondamentale per il raggiungimento di quelle caratteristiche minime dimensionali per competere sul mercato.

Manager e imprenditori hanno ambizioni di crescita in quanto vengono stimolati da obiettivi come il raggiungimento di economie di scala e di scopo, l'incremento delle quote di mercato della società, l'aumento del potere contrattuale nei confronti dei fornitori o dei clienti, nonché la volontà di acquisire *know-how* e nuove *capabilities*, con il fine di ottenere e mantenere un vantaggio competitivo nei confronti dei propri *competitor*.

Quando si parla di crescita per le imprese, questa può essere attuata internamente o attraverso vie esterne. Analizziamo di seguito le varie tipologie di crescita aziendale.

---

<sup>1</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

### 1.1.1. La crescita per linee interne

Per crescita attraverso linee interne si intende la realizzazione di azioni che consistono nel ricorrere e reinvestire le risorse organizzative, *capabilities* e *know-how* dell'impresa, favorendo la crescita organica dell'organizzazione.

La crescita per linee interne è caratterizzata da tempi di realizzazione molto lunghi, infatti, alcune volte devono trascorrere molti anni prima che tale processo sia completo. Questi tempi lunghi, però, permettono di affrontare la crescita in modo graduale, così da riuscire a produrre ed accumulare nuove conoscenze e capacità con maggiore impatto sul vantaggio competitivo generato, rendendolo sostenibile<sup>2</sup>.

È necessario sottolineare che i percorsi di crescita interni sono diversi e la scelta di una strategia, piuttosto che un'altra, è condizionata dalla tipologia del mercato di riferimento e anche dagli obiettivi aziendali che si intendono perseguire. Una delle modalità più comuni consiste nell'aumento della capacità produttiva, che comporta ingenti investimenti sulle strutture esistenti per la creazione di nuove unità produttive. Questo tipo di azione può essere utilizzata per fronteggiare un aumento della domanda, oppure per cercare di acquisire maggiore quota di mercato.

Altre modalità per la crescita possono essere: percorsi di integrazione verticale (a monte o a valle) per conseguire una riduzione dei costi, creazione di nuove aziende controllate dalla *holding*<sup>3</sup>, l'introduzione di nuove linee di prodotto e, infine, nuove strategie di diversificazione per entrare in nuovi mercati.

Il processo di diversificazione può essere di tipo correlato o conglomerale. Quello conglomerale descrive l'espansione in settori diversi da quelli in cui l'impresa opera, mentre la diversificazione di tipo correlato è il processo con cui l'impresa diversifica in aree di business dove è possibile sfruttare le sinergie.

La diversificazione è uno dei processi di crescita interni maggiormente utilizzati e le ragioni<sup>4</sup> alla base di questa scelta sono diverse: lo sfruttamento di risorse e competenze al di fuori del settore di competenza dell'impresa, la ricerca di nuove opportunità e, qualora la diversificazione conduca alla creazione di un gruppo aziendale in cui scambiare risorse e conoscenze, può apportare lo sviluppo di un mercato interno.

### 1.1.2. La crescita per linee esterne

Oltre alla modalità di crescita interna, le imprese possono adottare strategie di crescita attraverso linee esterne: ciò consiste nell'aumentare le dimensioni dell'azienda attraverso l'ampliamento delle proprie strutture

---

<sup>2</sup> Rispoli, M., 2002, *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*. Il Mulino, Bologna.

<sup>3</sup> Sicca L., 2001, *La gestione strategica dell'impresa*. Padova: CEDAM.

<sup>4</sup> Fontana F., Caroli M., 2017, *Economia e gestione delle imprese*. V edizione. McGraw- Hill Education.

aziendali, così da realizzare un aumento del valore, che sarà superiore alla somma dei singoli valori delle imprese coinvolte.

Come è stato precedentemente sottolineato, la crescita per linee interne avviene in modo lento e graduale, diverso dalla crescita esterna, la quale può rivelarsi più veloce, ma comportare problematiche organizzative che, se non affrontate correttamente, possono portare ad una grave crisi interna aziendale.

Le maggiori operazioni attuate per la crescita per linee esterne sono: accordi ed alleanze strategiche e operazioni di fusione e acquisizione tra due o più imprese.

Una delle forme più comuni di alleanze strategiche che vengono realizzate sono le *joint venture* o il *capital venturing*. La *joint venture* viene considerata, sul piano giuridico, come un accordo contrattuale tra soggetti per la realizzazione di un progetto, dal quale questi trarranno i benefici prodotti in modo proporzionale agli investimenti da loro realizzati<sup>5</sup>. Questo tipo di alleanza strategica rappresenta un'ottima opportunità per la crescita aziendale, ma può presentare alcune criticità in corso d'opera: ad esempio, i possibili conflitti che possono sorgere tra i soggetti coinvolti riguardo gli obiettivi, l'entità degli investimenti, differenze tra culture aziendali e molti altri aspetti.

A differenza di quanto detto finora, il *capital venturing* è un'attività di investimento, realizzata da una società o un investitore esterno, per finanziare l'avvio o la crescita di un'attività esterna in settori ad alto potenziale di sviluppo.

Secondo Harrison e St. John (2008), affinché si abbia un'alleanza strategica di successo, è necessario attuare un piano strategico che combini i punti di vista dei partner sulle potenziali tendenze competitive del mercato e sulle potenziali minacce. Devono essere attuati alcuni passi principali<sup>6</sup>, i quali verranno elencati di seguito:

- identificare un partner di *joint venture* che possa fornire le capacità richieste e non solo combinarsi con un'azienda perché la formazione di alleanze è una tendenza del settore;
- Chiarire i ruoli di ogni controparte, essendo sicuri che ogni progetto congiunto sia prezioso per entrambi;
- Coinvolgere il top management, in modo che i manager intermedi rimangano concentrati ed allineati con la strategia aziendale;
- Richiedere spesso incontri a tutti i livelli manageriali;
- Nominare una persona responsabile per supervisionare tutti gli aspetti dell'alleanza e richiedere un mediatore esterno in caso di controversie;
- Garantire abbastanza indipendenza con il fine di assicurare che ogni azienda possa sviluppare la propria esperienza;
- Creare un piano per affrontare le differenze culturali.

---

<sup>5</sup> Caroli M., 2015, *Gestione delle imprese internazionali*. III edizione. McGraw-Hill Education.

<sup>6</sup> Harrison J., ST. John C., 2008, *Foundations in Strategic Management*. Thomson Learning Inc.



Quando l'obiettivo dell'azienda è la crescita esterna, le alleanze strategiche sono un'ottima scelta strategica, soprattutto per le piccole e medie imprese, in quanto permettono di ottenere un appoggio in un nuovo mercato senza dover condividere la proprietà con altre.

Se gestita in modo corretto, una *joint-venture* può rappresentare una strada attraverso la quale creare nuovo valore per gli azionisti, sfruttando l'esperienza dei partner coinvolti e ottenendo l'accesso a nuovi mercati.

Esistono diverse tipologie di accordi strategici che le organizzazioni possono decidere di adottare, come il *franchising* e il *licensing*.

Il *franchising* è una formula di collaborazione tra imprenditori per la produzione e distribuzione di servizi e/o beni, molto utilizzata quando si vuole avviare una nuova impresa affiliandosi ad un marchio già affermato. Tutto questo è regolato da un contratto, dove si vedono due figure principali: il *franchisor* che concede, ad uno o più terzi, i *franchisee*, il diritto ad usare la propria ragione sociale e/o il proprio marchio, dietro corrispettivo.

Il *licensing* è un contratto con cui il licenziante attribuisce ad un altro soggetto (il licenziatario) il diritto di utilizzare (dietro corrispettivo) un brevetto, un marchio o altri asset materiali o immateriali di sua proprietà.

Infine, vi sono le acquisizioni e le fusioni, indicate anche con l'acronimo inglese M&A (*Mergers and Acquisitions*). Queste ultime sono delle operazioni che prevedono la modifica dello statuto societario, con il fine principale di crescita esterna attraverso la fusione o acquisizione di un'altra impresa, con cui la società può ottenere le risorse necessarie per raggiungere un determinato obiettivo.

Questa modalità di crescita è stata attuata dalle economie più avanzate e, negli ultimi anni, hanno visto una diffusione al livello sia nazionale che internazionale. Tale aumento è dovuto principalmente alla rapidità che queste operazioni consentono di ottenere nel raggiungimento del vantaggio competitivo, rispetto ad una crescita per linee interne, la quale richiede una tempistica maggiore.

La scelta di tali operazioni però, deve essere giustificata da particolari situazioni di mercato, tali da renderle preferibili alla crescita interna.

In alcune situazioni, quindi, sono da preferire, come ad esempio quando si vuole realizzare una crescita in settori maturi, dove è difficile acquisire maggiori quote di mercato, oppure nei casi in cui è importante realizzare tali processi di crescita in determinate tempistiche<sup>7</sup>.

Le motivazioni alla base della crescita per vie esterne sono molteplici e variano da situazione a situazione, ma si possono ricondurre principalmente a quattro macrocategorie<sup>8</sup>:

---

<sup>7</sup> Meglio O., 2004, *Il processo di integrazione post-acquisizione: profilo teorico ed esperienze aziendali*. Padova: CEDAM.

<sup>8</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

- Logiche di tipo aggressivo, le quali mirano all'ampliamento della quota di mercato e allo sfruttamento delle risorse acquisibili all'esterno della propria organizzazione;
- Spinte all'efficienza dimensionale, le quali mirano allo sfruttamento di economie di scala, di scopo o di integrazione;
- Logiche di tipo difensivo, finalizzate alla creazione di barriere all'entrata, al controllo di fornitori strategici o alla formazione di posizioni monopolistiche nel mercato in cui si opera;

### 1.1.3. Considerazioni sulle diverse tipologie di crescita

La crescita interna, come già evidenziato in precedenza, avviene in modo lento e graduale, consentendo un piano di investimenti ben strutturato e coerente alle necessità finanziarie della situazione aziendale.

La crescita esterna, invece, è più semplice e veloce: ad esempio, con un'azione veloce come l'acquisto di un complesso produttivo già funzionante, si effettua una crescita in tempi molto brevi.

Oltre alla riduzione dei tempi, una crescita per vie esterne permette anche di individuare nuovi mercati che possono costituire un'ottima opportunità per l'impresa. Un altro vantaggio della crescita esterna sono le diverse potenzialità sinergiche che possono attuarsi, l'acquisizione di nuove conoscenze e tecnologie, lo sfruttamento di benefici fiscali ed anche l'aumento di *market share* in tempistiche ridotte.

Tutti questi aspetti positivi, però, possono accompagnare eventuali problematiche organizzative, riguardanti l'integrazione tra diverse realtà aziendali e, qualora non si riescano a gestire correttamente, possono compromettere l'intera operazione.

Una delle differenze sostanziali tra le due diverse modalità di crescita è che il processo interno può essere reversibile, con dei costi di uscita sostenibili, mentre l'iniziativa esterna costituisce una scelta vincolante e irreversibile, con dei costi di uscita quasi sempre insostenibili.

Per quanto concerne gli aspetti competitivi, l'aumento degli investimenti interni tende a provocare un aumento dell'offerta complessiva, portando ad una destabilizzazione dei prezzi. La crescita esterna, invece, trasferisce quote di mercato da un soggetto economico ad un altro, comportando però la possibile creazione di posizioni monopolistiche.

Non esiste una soluzione che si possa considerare in assoluto la scelta migliore: la decisione se intraprendere una crescita interna o esterna deve essere attuata in base agli obiettivi che si intende perseguire e tenendo ben presente i rispettivi vantaggi e svantaggi che presentano le due alternative.

## 1.2. Operazioni di finanza straordinaria: le M&A

Quando si parla di “operazione straordinaria” si fa riferimento a quelle operazioni eccezionali rispetto all’attività caratteristica dell’impresa che comprende azioni di riconfigurazione della struttura aziendale, delle risorse patrimoniali, degli assetti di governance e risorse umane<sup>9</sup>.

Le principali logiche dietro alle operazioni di finanza straordinaria possono essere le seguenti: riassetto organizzativo, riduzione dei rischi, efficientamento ed estrazione di sinergie operative, passaggio generazionale, concentrazione aziendale in un’unica entità economica, leva fiscale, quotazione in borsa ed altre motivazioni, come ad esempio offerte irrinunciabili, evitare procedure concorsuali, etc.

I processi di cambiamento strategico e organizzativo sono realizzati attraverso operazioni che comportano modifiche permanenti nella struttura societaria dell’azienda. In particolare, le principali operazioni che rientrano nella finanza straordinaria sono:

- fusione (artt. dal 2501 al 2505-quarter del Codice Civile.);
- scissione (artt. dal 2506 al 2506-quarter del Codice Civile);
- conferimento d’azienda (non espressamente previsto dal Codice Civile., si rimanda alla disciplina inerente al conferimento di beni);
- acquisizione/cessione d’azienda, o di ramo d’azienda (artt. dal 2556 al 2560 del Codice Civile);
- affitto d’azienda (art. 2562 del Codice Civile., con rinvio alla disciplina inerente all’usufrutto di azienda, art. 2651 del Codice Civile);
- liquidazione (artt. 2484 e seguenti del Codice Civile).

Il presente elaborato di tesi si concentrerà principalmente sull’analisi delle operazioni di M&A, ovvero quelle operazioni di finanza straordinaria che vengono attuate per realizzare uno sviluppo dimensionale<sup>10</sup>. Tali operazioni si differiscono per molti aspetti: la fusione avviene quando una società si fonde con un’altra, dando vita ad una nuova entità; l’acquisizione, invece, è il processo con cui una società acquisisce il controllo di un’altra, mediante l’acquisto della proprietà dell’impresa o del pacchetto azionario di controllo.

Anche se, dalla letteratura anglosassone, le acquisizioni e le fusioni vengono considerate insieme come attività di M&A, poiché sono entrambe strategie per la crescita esterna, queste rappresentano operazioni diverse. Tali differenze, oltre a quelle già definite, riguardano anche l’aspetto del persistere o meno di una indipendenza giuridica.

L’acquisizione è l’operazione con cui una società acquisisce il capitale sociale e le attività di una impresa *target*, mantenendo la propria indipendenza giuridica. La fusione, invece, è il processo con cui da due o più

---

<sup>9</sup> Tedeschi G., Salvadeo S., 2012, *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. Ipsoa.

<sup>10</sup> Napolitano, M. R., 2003, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. F. Angeli, Milano.

imprese si forma una sola entità, come una integrazione tra le organizzazioni coinvolte, le quali perdono la loro individualità giuridica<sup>11</sup>.

Nei prossimi sottoparagrafi analizziamo nel dettaglio le due operazioni.

### 1.2.1. Le fusioni

Come precedentemente anticipato, le fusioni sono quei processi che consentono l'unione di due o più imprese. Queste operazioni possono essere effettuate in due modi diversi:

- Fusione in senso proprio, in cui le società coinvolte perdono la loro identità giuridico-economica e danno origine ad una nuova entità. In questo tipo di operazione, i soci delle imprese coinvolte ottengono nuove azioni o quote di partecipazione, in base ad un rapporto di cambio con ciò che avevano nelle imprese di partenza;
- Fusione per incorporazione, dove una società viene incorporata nell'altra, perdendo la sua identità giuridica. In questa operazione, invece, la società incorporante aumenta il capitale sociale e assegna ai soci appartenenti all'impresa inglobata le nuove azioni.

La scelta tra le due diverse modalità di fusione dipende da molti fattori, ad esempio, in Italia, la fusione per incorporazione è la più utilizzata a seguito di motivazioni tributarie.

Tale tipologia di operazione è la più complessa, infatti, affinché questa abbia successo, bisogna essere in grado di gestire al meglio l'integrazione di tutte le risorse delle società coinvolte. Inoltre, è un'operazione che comporta un aumento della complessità organizzativa e manageriale delle imprese, che si trova nella situazione di dover integrare diverse competenze, conoscenze e culture aziendali. Questo processo di integrazione è fondamentale in quanto può portare all'insuccesso di un'operazione di fusione. Di fatto, l'evidenza empirica evidenzia come, affinché un'operazione di fusione abbia successo, bisogna definire l'operazione in questione anticipando il processo integrativo che si andrà a realizzare, allocando determinate risorse<sup>12</sup>.

Questo processo, se attuato in modo corretto, permette di ottenere una notevole crescita aziendale e, spesso, è preferita all'acquisizione in quanto è un'operazione nettamente meno onerosa rispetto a quest'ultima. Se da una parte è meno costosa, dall'altra presenta alcune complessità importanti da considerare, come le difficoltà di integrazione già citate in precedenza e iter procedurali di approvazioni lunghi e complessi.

---

<sup>11</sup> Caiazza R., 2011, *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo*. G. Giappichelli editore, Torino.

<sup>12</sup> Gagliardi G., 2013, *L'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive*. Amministrazione & Finanza 7/2013.

### 1.2.2. Le acquisizioni

Le acquisizioni sono operazioni strategico-finanziarie che consentono all'impresa acquirente di ottenere il controllo di un'altra impresa, attraverso l'acquisizione della proprietà o del suo pacchetto azionario di controllo.

Basandosi sulle partecipazioni acquisite, si possono definire:

- Partecipazioni totalitarie: prevedono l'acquisizione della totalità delle attività aziendali;
- Partecipazioni di maggioranza: le partecipazioni acquisite sono superiore al 50% del capitale sociale della azienda *target*;
- Partecipazioni non di maggioranza: questo avviene quando sono coinvolte società di grandi dimensioni con azionari dati diffusi e tali azioni sono sufficienti ad esercitare il controllo su di essa.

Come evidenziato precedentemente, le acquisizioni sono operazioni strategiche che consentono di perseguire gli obiettivi di crescita in modo molto più rapido sia rispetto alle operazioni di fusione, viste in precedenza, sia ai processi di crescita interna. Quest'ultima è sicuramente una delle ragioni per cui tali processi vengono scelti sempre con più frequenza dalle società che desiderano crescere. Oltre tale ragione, le acquisizioni sono giustificate anche da altre motivazioni: ad esempio, possono esserci particolari occasioni di mercato che spingono l'impresa alla ricerca di nuove opportunità all'esterno, oppure determinati programmi strategici aziendali.

Occorre sottolineare che lo scopo principale di una acquisizione è quello della creazione del valore e questo avviene proprio grazie alle sinergie che potranno essere generate e sfruttate dall'unione delle società che prendono parte al processo acquisitivo. Affinché tale obiettivo possa essere raggiunto, la strategia di acquisizione deve essere ben pianificata e coerente, altrimenti può trasformarsi in un processo molto rischioso che potrebbe portare alla distruzione del valore per entrambe le parti coinvolte.

Questo tipo di operazioni necessitano di essere ponderate con estrema attenzione già in fase di progettazione, affinché abbiano successo: occorre, quindi, una visione di lungo periodo, una pianificazione di tutte le attività da svolgere sia prima che dopo l'operazione ed un'attenta analisi di tutti i fattori che possono influenzare la riuscita dell'acquisizione.

### 1.3. Le M&A come strategia per la creazione di valore

Come è stato evidenziato nei paragrafi precedenti, l'obiettivo principale delle operazioni strategico-finanziarie è la creazione di nuovo valore per la società che le attua. In particolare, la creazione di valore è ciò che permette all'organizzazione di crescere e, da qui, l'importanza del tema del valore, il quale diventa un elemento fondamentale nell'analisi delle strategie di sviluppo.

Tale concetto di “valore” è enfatizzato dal “*modello di McKinsey per la valutazione delle opportunità di creare valore*” (Figura 1.1): il differenziale progressivo di valore dipende dalla capacità di intervenire su un'impresa sfruttando le sue potenziali sinergie.

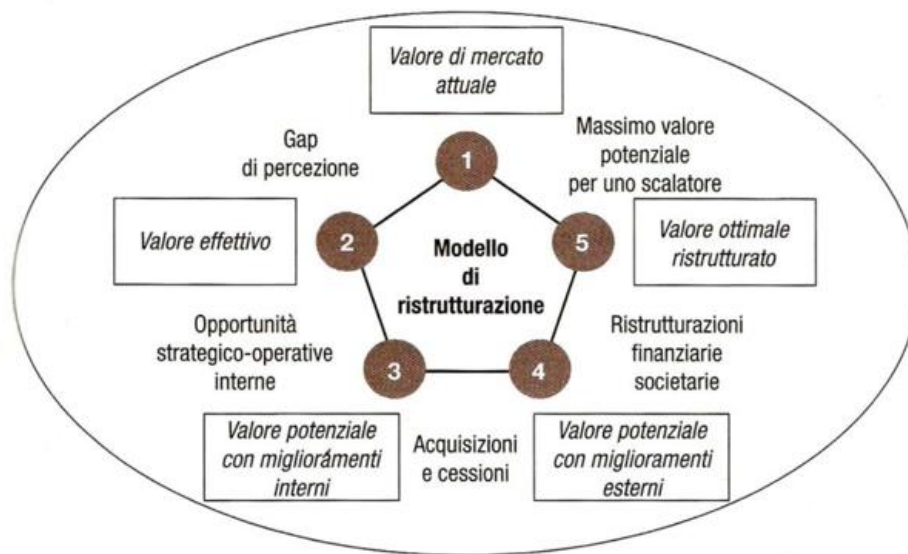


Figura 1.1: Il modello McKinsey per la valutazione delle opportunità di creare valore. Fonte: Copeland T., Koller T., Murrin J., 1990, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Company*. New York, Wiley.

Lo schema di McKinsey aiuta a comprendere in che modo le opportunità di ristrutturazione a disposizione del management possano condurre ad un incremento di valore per l'azienda. Guardando la figura e partendo dalla fase 1 del Pentagono, si evince come dal valore corrente di mercato di impresa è possibile stimare il valore effettivo (fase 2), il valore potenziale con miglioramenti interni (fase 3), quello ottenibile con miglioramenti esterni (fase 4) ed infine il valore ottimale ristrutturato, ovvero quello ottenuto a seguito di una ristrutturazione finanziaria (fase 5).

Come si può dedurre dallo schema, il passaggio da un punto ad un altro del Pentagono viene attuato attraverso interventi di riassetto operativo, di portafoglio o finanziario. Se si sommassero idealmente le opportunità individuate, si arriverebbe al massimo valore che l'azienda potrebbe conseguire.

In questo modello, proposto dalla società di consulenza statunitense McKinsey, si individuano le due tipologie di crescita di cui abbiamo parlato nei paragrafi precedenti: crescita per vie esterne e per vie interne.

Infatti, la seconda fase del processo mira alla valutazione delle opportunità strategiche interne dell'azienda; la terza fase concerne un percorso di crescita esterna attraverso operazioni di acquisizioni e fusioni, il quale porta ad un miglioramento e sviluppo del business aziendale. Nella quarta fase, a seguito del trasferimento della società che si intende acquisire, viene ipotizzato l'aumento di valore di quest'ultima a seguito di operazioni di ristrutturazione finanziaria che vengono messe in atto dalla società acquirente, pervenendo ad un valore ottimale ristrutturato (quinta fase), il quale verrà messo a confronto con il valore di mercato attuale (prima fase). Dunque, viene messo in luce come le operazioni di M&A costituiscano una leva strategica per la creazione di valore all'interno di un'impresa.

Talvolta, in particolari settori, l'alternativa per realizzare una crescita di successo è solo l'acquisizione. Questa situazione avviene prevalentemente nelle seguenti condizioni: in presenza di mercati caratterizzati da una domanda stagnante, in cui vi sia una grande difficoltà nel differenziare i prodotti, oppure in cui vi è una globalizzazione incessante. Tali elementi, quando sono presenti, favoriscono le acquisizioni poiché diventano convenienti le concentrazioni tra imprese.

Le operazioni di M&A garantiscono il successo qualora vi sia un accurato processo di pianificazione, in cui vengano considerati tutti i possibili problemi che si potranno presentare e i tempi necessari per effettuare la totalità del processo di integrazione.

I numerosi casi di insuccesso delle operazioni di M&A derivano principalmente da una sottostima dei costi rispetto ai potenziali benefici che potevano essere generati dalle sinergie delle realtà coinvolte, alcune volte anche dall'eccessivo ricordo all'indebitamento e dalle scarse capacità di gestione delle fasi post integrazione. Infine, occorre sottolineare che le acquisizioni devono essere intese come processi di sviluppo interno e devono essere di stimolo per l'impresa verso processi di evoluzione ed innovazione. Affinché avvenga un sostanziale aumento del valore per le organizzazioni coinvolte, è necessario che ci sia il corretto utilizzo delle risorse e delle competenze della società acquisita.

## **1.4. Diverse tipologie di M&A**

Una suddivisione fondamentale delle diverse tipologie di operazioni di M&A viene fatta in riferimento al settore di appartenenza delle imprese acquirenti e agli obiettivi strategici che intendono perseguire. In particolare, si distinguono<sup>13</sup>:

- Operazioni correlate: le aziende coinvolte operano in settori che presentano collegamenti sotto il profilo tecnologico, produttivo o di mercato;
- Operazioni non correlate: non sono presenti tali collegamenti tra le aziende coinvolte.

---

<sup>13</sup> Capasso A., 1990, *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*. Cedam Editore, Padova.

A loro volta, le operazioni correlate si possono suddividere in:

- Acquisizioni orizzontali: quando l'acquisizione riguarda un'impresa operante nello stesso settore;
- Acquisizioni verticali: quando l'acquisizione fa riferimento ad un'azienda che opera ad un livello differente della medesima filiera produttiva o ad un'impresa che produce prodotti complementari.

Solitamente, nelle acquisizioni orizzontali le due imprese (acquirente ed acquisita), prima dell'acquisizione, sono in concorrenza l'una con l'altra nel mercato<sup>14</sup>. Per cui, l'impresa vuole mantenere la posizione competitiva acquisita, a discapito dell'ingresso da parte di nuovi concorrenti potenziali.

Queste operazioni hanno come principale effetto immediato l'aumento della quota di mercato della società acquirente, dato che andrà ad acquisirne un'altra, rafforzando il proprio potere nel mercato.

Se le imprese coinvolte in questo tipo di operazione sono omogenee, è possibile avere un maggiore potere contrattuale verso fornitori o sull'offerta finale.

Dunque, le acquisizioni orizzontali portano ad un aumento della concentrazione del mercato e, di conseguenza, ad una diminuzione della competitività.

Le acquisizioni verticali, invece, consentono di acquisire un'impresa che opera ad un livello differente della stessa filiera produttiva: ovvero, l'integrazione di realtà aziendali a monte e/o a valle, consentendo all'impresa acquirente di svolgere attività che prima erano realizzate da terzi.

Questa tipologia di acquisizione permette di avere un maggior controllo sulle diverse variabili e soggetti della filiera produttiva, riuscendo a ridurre notevolmente i costi, aumentando allo stesso tempo il potere di mercato, poiché emergono nuove opportunità in nuovi business a monte o a valle della filiera.

Tutti gli aspetti positivi appena elencati accompagnano anche un importante svantaggio da tenere in considerazione: le acquisizioni verticali tendono ad irrigidire l'impresa, poiché riducono la possibilità di rivolgersi a fornitori diversi<sup>15</sup>.

Tornando alla suddivisione delle operazioni di M&A fatta ad inizio paragrafo, di seguito parleremo delle acquisizioni non correlate.

Tra queste operazioni, rientrano le acquisizioni conglomerali, definite anche acquisizioni di pura diversificazione, intese come l'unione tra due società che svolgono attività non correlate in modo diretto (quindi non provenienti dallo stesso settore). Attuando questa operazione, l'impresa può diversificare la produzione, riuscire a realizzare economie di scopo e di scala ed acquisire nuove tecnologie.

Prima di addentrarsi verso la diversificazione, occorre analizzare l'attrattività dei settori in cui si intende diversificare, valutare i costi e i benefici che si possono trarre e, certamente, la capacità del management di

---

<sup>14</sup> Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., 1996, *Finanza Aziendale*. Il Mulino, Bologna.

<sup>15</sup> Hax A. S., Majluf N.S., 1991, *La gestione strategica dell'impresa*. Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.



gestire queste operazioni. Non realizzare le analisi degli elementi appena definiti, può rendere l'operazione di acquisizione molto rischiosa.

Infatti, le operazioni non correlate, rispetto alle operazioni correlate, presentano alcune criticità e rischi dovuti ai seguenti aspetti:

- Problemi di coordinamento e aggregazione;
- Aumento della rigidità connesso alle maggiori dimensioni;
- Aumento dei costi di coordinamento;
- Problemi di esperienza del management acquirente nel settore in cui opera la società acquisita.

La maggior parte delle operazioni di acquisizione e fusione è di tipo orizzontale<sup>16</sup>.

### **1.4.1. Acquisizioni amichevoli ed ostili**

Una diversa suddivisione delle operazioni di M&A può essere fatta in base alle modalità di attuazione, alle dimensioni delle società coinvolte e anche al Paese di appartenenza di queste.

Per quanto riguarda le acquisizioni che coinvolgono società quotate, è possibile distinguerne due diverse tipologie in relazione alla percezione che la società *target* ha dell'operazione e il suo conseguente comportamento. Considerando questo aspetto è possibile distinguere: l'acquisizione ostile e amichevole.

L'acquisizione amichevole è quando le due società sono cooperative nella stesura dell'accordo: quindi il management della società *target* non reputa l'offerta negativa per gli azionisti, sostenendo l'operazione e partecipando alle trattative per l'accordo sul prezzo che dovrà essere proposto agli azionisti.

Le acquisizioni ostili, invece, sono quelle operazioni in cui non avviene cooperazione tra le imprese: il management è contrario o non viene informato in anticipo. Alcune volte, la cooperazione viene a mancare in seguito al fallimento di una precedente proposta di accordo per realizzare tale operazione in modo amichevole. Queste operazioni, definite anche con il termine *take-over ostile*, si concretizzano con l'acquisizione di una quota di azioni della società *target*, in modo da avere un numero sufficiente di voti in Assemblea per sostituire il Consiglio di amministrazione e l'Amministratore delegato della società stessa.

L'obiettivo dell'impresa acquirente, nelle acquisizioni ostili, è quello di riuscire a sorpassare il *board* dei manager della società *target*, in modo da poter rivolgere direttamente l'offerta agli azionisti.

---

<sup>16</sup> Capasso A., 1990, *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*. Cedam Editore, Padova.

Esistono alcune strategie di difesa che possono essere sfruttate dai manager dell'impresa *target*, così da riuscire ad impedire il *take over ostile*<sup>17</sup>:

- *Poison pills*: “pillole avvelenate”, sono delle azioni privilegiate che permettono agli azionisti di attivare delle barriere contro i tentativi di scalata. Inoltre, gli azionisti esistenti possono acquistare azioni ad un prezzo inferiore a quello di mercato, in modo da aumentare il numero di azioni in circolazione e, quindi, un aumento del capitale, in modo da rendere talmente costoso il *take over* che l'acquirente dovrà scegliere di abbandonare l'impresa;
- Consiglio di amministrazione ad elezione scaglionata: questo rende difficile l'assunzione del controllo da parte di terzi, in quanto questi dovrebbero vincere la battaglia delle deleghe per due anni di seguito per ottenere la maggioranza in Consiglio. Questo perché il mandato ha durata 3 anni, di conseguenza, solo un terzo degli amministratori dovrà essere eletto ogni anno;
- *White knight*: tecnica del “cavaliere bianco”, consiste nel farsi acquisire o vendere un pacchetto di azioni ad una società amica, così da scoraggiare la scalata ostile da parte di un'altra impresa. Esiste anche una variante di questa tecnica di difesa, la cosiddetta tecnica dello “scudiero bianco”, in cui una grande impresa acquista un rilevante pacchetto azionario avente diritti speciali di voto. Ovviamente, la grande imprese acquirente non deve essere a rischio *take over*;
- Ricapitalizzazione: cambiamento della struttura finanziaria della società *target* con il fine di rendersi meno attraente per l'acquirente ostile. Può avvenire con l'emissione di titoli di debito per finanziare la distribuzione di dividendi o il riacquisto di azioni proprie.

Esistono altre strategie di difesa contro le scalate ostili, oltre quelle menzionate: la limitazione dei diritti di voto a chi detiene una grande quantità di azioni oppure la richiesta di una maggioranza qualificata di voti per approvare una fusione.

Alcune volte, però, le strategie appena elencate sono utilizzate dai manager per perseguire vantaggi personali, scatenando dei conflitti di interesse tra management ed azionisti. Questo può essere ridotto, offrendo ai dirigenti un “*golden parachute*”, ovvero una liquidazione qualora l'impresa venga acquisita e i manager sostituiti. L'evidenza empirica mostra che la strategia del *golden parachute* crea valore, eliminando l'opposizione dei manager verso il processo acquisitivo. nei confronti dell'acquisizione<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., 2020, *Principi di finanza aziendale*. VIII edizione. McGraw-Hill Education, Milano.

<sup>18</sup> Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., 2020, *Principi di finanza aziendale*. VIII edizione. McGraw-Hill Education, Milano.

### 1.4.2. Diverse tipologie di fusioni

Le operazioni di fusioni societarie possono essere attuate con la costituzione di una nuova società oppure mediante l'incorporazione di più imprese in una sola realtà aziendale.

È possibile suddividere tali operazioni in due diverse tipologie:

- Fusione propria: questa tipologia di fusione, di solito, viene attuata da società di persone che intendono diventare società di capitali, poiché queste si uniscono in una unica entità e le imprese di partenza cessano di esistere. In riferimento ad un definito rapporto di cambio, verranno attribuite ai soci di partenza azioni emesse dalla nuova società in cambio dei loro vecchi titoli. Questa tipologia di fusione è scarsamente diffusa, viene utilizzata principalmente quando le imprese coinvolte hanno tra di loro un rapporto paritario;
- Fusione per incorporazione: in questa tipologia di fusione, una o più imprese vengono assorbite in un unico organismo. Di conseguenza, le società di partenza non cessano di esistere tutte, ma solo quelle incorporate; invece, le società incorporanti mantengono il proprio nome e identità. Le quote emesse dalla società incorporante verranno attribuite ai soci delle incorporanti, in base ad un definito rapporto di cambio, e questo andrà ad aumentare il capitale sociale. Questa tipologia è quella largamente diffusa<sup>19</sup> ed è utilizzata prevalentemente quando vi è un'impresa dominante sulle altre.

Le fusioni, oltre ad essere una modalità alternativa di aggregazione, rispetto ad altri accordi contrattuali o *joint venture*, possono essere il risultato di un processo di rafforzamento delle imprese stesse<sup>20</sup>.

### 1.5. Le *merger waves*

Il fenomeno delle operazioni di fusione e acquisizione si diffuse per la prima volta negli Stati Uniti verso la fine dell'800; in Europa le prime operazioni di M&A si registrarono nel secondo dopoguerra, mentre in Italia il fenomeno delle M&A ha assunto una determinata rilevanza a partire dagli anni 2000.

Nel corso dell'ultimo secolo, le operazioni di acquisizione e fusione hanno registrato un andamento ciclico. Infatti, viene definito un modello *Wave Pattern*, contraddistinto da ondate, le cosiddette *merger waves*, le quali evidenziano un andamento delle operazioni di M&A caratterizzato da periodi di intensa attività e periodi con minori operazioni effettuate.

---

<sup>19</sup> Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., 1996, *Finanza Aziendale*. Il Mulino, Bologna.

<sup>20</sup> Caiazza R., 2011, *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo*. G. Giappichelli editore, Torino.

La letteratura fa riferimento a sette *waves*, a partire dal 1890. L'inizio e la lunghezza delle varie *waves* non sono ben definiti, ma si può evincere come il termine di ciascuna di esse è tendenzialmente caratterizzato da grandi shock, come l'inizio di una recessione o l'avvento di una guerra.

La prime due *merger waves* fanno riferimento al mercato degli Stati Uniti, uno dei mercati più sviluppati e dinamici; le successive, invece, tendono ad avere una valenza a livello globale (soprattutto con l'inizio della quinta ondata), dove oltre agli USA e all'Europa, anche l'Asia inizia ad incrementare le operazioni nel mercato delle M&A.

Le sette *merger waves* che hanno contraddistinto l'andamento delle operazioni di M&A fino ai giorni nostri sono le seguenti:

- La prima *merger wave* (1897-1904): ondata che venne a seguito della Grande Depressione (1883). Le attività si svilupparono principalmente in una serie di settori, come prodotti petroliferi, metalli, alimentari, miniere e mezzi di trasporto. Il maggiore problema in questo periodo fu l'elevata concentrazione di industrie, derivante dalle numerose aggregazioni orizzontali, che provocarono monopoli. La figura 1.2 mostra il grafico rappresentativo dell'andamento di tali operazioni durante la prima ondata.

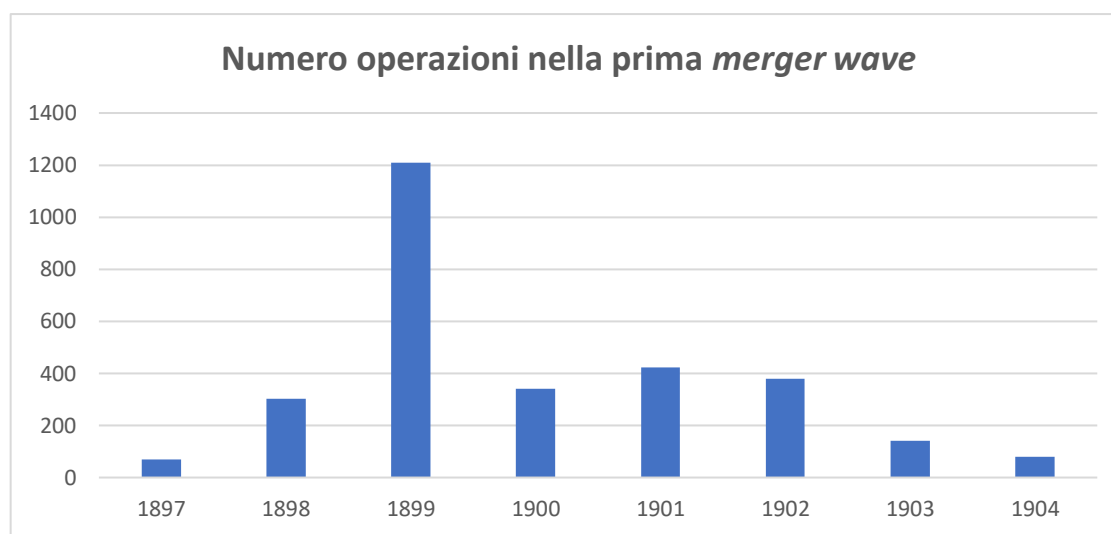


Figura 1.2: Istogramma rappresentante il numero di operazioni durante la prima *merger wave*<sup>21</sup>. Fonte: elaborazione propria.

- La seconda *merger wave* (1916-1929): la seconda ondata iniziò nel corso della Prima Guerra Mondiale e vide la fine con il crollo del mercato azionario del 29 ottobre 1929. Le operazioni realizzate durante la seconda ondata subirono notevoli controlli pubblici: tra gli strumenti utilizzati dalle autorità federali

<sup>21</sup> Gaughan P. A., 2010, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*.

vi era il Clayton Act del 1914 contro le fusioni non competitive. A differenza della prima ondata, avvennero più aggregazioni verticali e, di conseguenza, si crearono situazioni oligopolistiche;

- La terza *merger wave* (1965-1969): questa terza ondata coincise con il periodo di prosperità economica che permise a diverse imprese di acquisire altre società e, infatti, si realizzarono, per la prima volta, fusioni conglomerali. Nei primi anni di tale ondata, ci furono aggressivi controlli delle norme antitrust; mentre, nel 1969, l'amministrazione Richard M. Nixon fu più tollerante riguardo le attività di fusione. Le basi del collasso avvenuto negli anni Settanta furono costruite dalle sopravvalutazioni delle aziende, che attraendo investitori, aumentarono la leva per il finanziamento;
- La quarta *merger wave* (1981-1989): in questo periodo avvennero molte più acquisizioni ostili. Le fusioni furono congeneri e caratterizzate da un ampio utilizzo del debito (*leveraged takeovers*), permettendo anche a imprese più piccole di effettuare acquisizioni. Iniziarono a diffondersi operazioni di *Leverage buy-out* (LBO), le quali consentono di acquistare azioni di una impresa quotata tramite finanziamenti erogati dalle grandi banche di investimento. A causa dell'eccessivo credito erogato da parte delle banche per poter finanziare queste operazioni, tale periodo si concluse con il crollo delle strutture patrimoniali delle banche;
- La quinta *merger wave* (1992-2000): questa quinta ondata seguì la recessione economica del 1990-1991, coincidendo con l'epoca dei *mega deal*. Le fusioni furono di carattere transfrontaliero, dando luogo a conglomerati multinazionali senza precedenti. In tale periodo, si ebbe un minore ricorso al debito per il finanziamento delle operazioni, le quali ebbero come obiettivo principale il conseguimento e lo sfruttamento di economie di scala. Fino alla fine degli anni Novanta, il numero delle operazioni presentava una forte crescita, diminuendo poi drasticamente con lo scoppio della bolla di Internet e con la seguente recessione americana nel 2001;
- La sesta *merger wave* (2003-2008): il periodo in cui avvenne la sesta ondata è caratterizzato dalla globalizzazione, dai fondi di *Private Equity* e dall'attività degli *Hedge Fund*. La globalizzazione giocava un ruolo fondamentale nelle operazioni di M&A, portando le aziende ad espandersi in mercati internazionali. In questo periodo, la Federal Reserve abbassò i tassi di interesse, creando nel settore immobiliare una bolla speculativa, accompagnata da eccessive operazioni di *Leveraged buy-out* e di *private equity*, rendendo molto semplice l'ottenimento di prestiti. La sesta *merger wave* si concluse nel 2007 con l'esplosione della crisi dei mutui *subprime*, la quale portò alla recessione dell'economia degli Stati Uniti;
- La settima *merger wave* (2012-2020): le operazioni di M&A hanno subito un rallentamento dopo la fine della sesta ondata e con lo scoppio della crisi dei mutui *subprime*. La settima *merger wave* è sostenuta dai cinque Paesi più popolosi al mondo, denominati BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), i quali rappresentano anche le principali economie emergenti. Dopo il periodo di recessione economica, successivo al 2008, le operazioni di M&A sono tornate ai livelli di attività prima della crisi e, in particolare, il 2015 è stato l'anno record di fusioni e acquisizioni. Successivamente, tali attività

hanno subito un rallentamento globale nel 2019, registrando una diminuzione del 13% in tutta l'area EMEA e del 6% in Asia, rispetto al 2018, mentre nel Nord America sono aumentate del 10%. Questo aumento di volume è stata la conseguenza dell'aumento di operazioni dal valore superiore a 10 miliardi (*mega deal*), le quali sono avvenute con il fine di raggiungere economie di scala e ottenere un miglior posizionamento nel mercato globale, avvenute soprattutto nei settori del gas, petrolio e dei pagamenti. Gli ultimi anni di questa ondata sono stati caratterizzati dalle cosiddette “*Merger of Equal*” (MOE), ovvero operazioni compiute tra aziende che svolgono attività simili. Queste operazioni sono cresciute molto nel 2019, aumentando del 68% a livello globale e, per quanto riguarda il Nord America, l'aumento registrato è stato del 180%. Negli Stati Uniti d'America, le politiche protezionistiche adottate hanno avuto come conseguenza una riduzione delle operazioni di M&A *Crossborder* (transfrontaliere) e, quindi, una maggiore concentrazione da parte delle aziende riguardo operazioni su scala nazionale. Negli ultimi decenni, è aumentato il numero di operazioni bloccate da parte delle Autorità Antitrust: dal 2000 si registra una media del 4% annuo di operazioni bloccate, mentre negli ultimi anni questo valore è salito all'8% annuo. La fine di quest'ultima *merger wave* avviene con l'inizio del 2020 a seguito della crisi economica a livello globale causata dalla pandemia di COVID-19, la quale ha causato l'interruzione di tutte le attività di M&A.

È fondamentale anticipare le *merger waves*<sup>22</sup>. Le imprese che riescono ad agire tempestivamente alle opportunità percepite vengono premiate dal mercato azionario, riuscendo a pagare prezzi minori per le società *target* che intendono acquisire.

## 1.6. Motivazioni alla base delle operazioni di M&A

Le ragioni<sup>23</sup> per intraprendere un'operazione di M&A sono diverse, ma le principali sono riconducibili allo sfruttamento di sinergie operative e finanziarie: ad esempio, attraverso l'acquisizione di un cliente, fornitore o concorrente, è possibile riuscire ad ottimizzare l'efficienza operativa, sfruttando economie di scala e di scopo. Per quanto riguarda le sinergie finanziarie, è possibile ridurre il costo di capitale, in modo da indurre azionisti e finanziatori ad acquistare azioni di una società o concedere ad essa credito.

---

<sup>22</sup> DePamphilis D., 2010, *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press.

<sup>23</sup> DePamphilis D., 2010, *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press.

Un'altra motivazione può essere individuata nel tentativo di attuare una diversificazione, con l'obiettivo di ricercare migliori condizioni di crescita attraverso la proposta di nuovi prodotti su mercati già presidiati, oppure prodotti già esistenti su nuovi mercati.

Il riallineamento strategico è un'altra ragione che giustifica tali operazioni, le quali possono essere utili alle imprese per adattarsi all'ambiente mutevole in cui operano. Le industrie soggette ai processi di cambiamento ed innovazione tecnologica vedono nelle operazioni di M&A un'alternativa veloce per acquisire nuove competenze, conoscenze e *know-how* di altre imprese, in modo da colmare i *knowledge-gap* che caratterizzano la propria azienda e sottrarre ai competitor risorse che possono portare al successo.

Alcune volte queste operazioni di acquisizione o fusione sono attuate in seguito a sollecitazioni da parte del management, convinti che una particolare società abbia un valore potenziale maggiore di quella espressa dal mercato. Sopravvalutare delle sinergie potenziali può essere rischioso e comportare un insuccesso dell'operazione. Spesso, i manager attuano acquisizioni con il fine esaltare il loro prestigio, per aumentare la loro influenza interna o per incrementare i loro compensi.

Inoltre, le operazioni di M&A possono essere attuate per risolvere problemi di agenzia, dove le fusioni hanno luogo per risanare situazioni difficili, come quando vi è una netta separazione tra ciò che richiede la proprietà e quello che vogliono i manager.

Infine, la ragione più diffusa per attuare operazioni di M&A è quella di aumentare la propria quota di mercato e, quindi, l'influenza dell'impresa nella definizione dei prezzi di beni e servizi.

Le sinergie sono l'aspetto più importante che può concretizzarsi in seguito ad ogni tipologia di M&A, rappresenta il tema centrale attorno al quale avviene la decisione dell'attuazione di tali operazioni.

È possibile identificare tre diverse categorie di sinergie:

- sinergie di costo;
- sinergie di ricavo;
- sinergie fiscali.

Nel seguente sottoparagrafo andremo ad analizzare nel dettaglio le diverse categorie di sinergie.

### 1.6.1. Le sinergie ricercate

Tra le diverse tipologie di sinergie definite nel paragrafo precedente, di seguito verranno analizzate nel particolare le maggiori sinergie di costo che il soggetto acquirente può perseguire.

La prima di queste è la minimizzazione dei costi dell'attività produttiva e quelli dovuti al personale in eccesso, in modo da poter raggiungere una maggiore efficienza degli impianti. Altre sinergie di costo sono connesse alla riduzione dei costi legati alla funzione distributiva per l'ottimizzazione di tali canali e dei costi legati all'area degli acquisti, grazie all'attuazione di economie di volume.

Inoltre, si perviene a sinergie di costo tramite il conseguimento di economie di scala, riuscendo a ridurre i costi unitari di ciascun bene oppure ridistribuendo i costi fissi su maggior numero di unità prodotte. È possibile anche realizzare economie di scala pecuniarie, dovute ad un'ottimizzazione delle condizioni contrattuali con i fornitori, ed economie di natura finanziaria, ovvero la ripartizione degli oneri finanziari su un maggior ammontare di fondi, nonché ottenere tassi di interesse più bassi.

Altre sinergie di costo prevedono il possibile conseguimento di economie di integrazione verticale, ovvero quelle effettuate nei confronti dei propri fornitori: questo può ridurre i costi di approvvigionamento ed eliminare un passaggio all'interno della filiera produttiva. L'impresa, producendo direttamente le materie prime, riesce ad abbattere i tempi di consegna e a migliorare la qualità della fornitura. Questa sinergia consente anche di sottrarre i potenziali fornitori alla concorrenza, la quale è spinta a diventare cliente dell'azienda in questione.

Il conseguimento di economie di scopo, invece, consente un risparmio di costo a livello produttivo poiché la combinazione di risorse tre imprese permette di sfruttare capacità inutilizzate in attività limitrofe. In questo modo, è possibile avere una migliore allocazione delle risorse in eccesso, utilizzandole per la produzione di beni diversi, senza che queste debbano essere duplicate. La conseguenza maggiore è che il costo della produzione è inferiore.

Un'altra sinergia di costo da considerare è l'eliminazione del management inefficiente, ovvero attuare una ristrutturazione aziendale che consenta l'uscita dei vecchi manager e l'ingresso di nuovi e giovani manager, i quali rappresentano un importante investimento per il futuro dell'organizzazione.

Un aspetto da considerare è che un'operazione di acquisizione ben organizzata e strutturata può ridurre la rischiosità percepita dal mercato e, di conseguenza, far diminuire il costo del capitale.

Alcune volte si può ricorrere ad un'operazione di M&A per effettuare un riassetto economico finanziario, sia dell'impresa *target* acquisita che quello dell'impresa acquirente.

Le sinergie di ricavo che possono derivare da un'operazione di M&A sono molteplici, tra cui l'opportunità di *cross selling*, che può avvenire su mercati simili con l'ampliamento della gamma di prodotti esistenti, ma anche su mercati adiacenti attraverso l'introduzione di prodotti e servizi correlati.



Inoltre, si può ottenere una maggiore efficienza nelle funzioni aziendali, poiché si punta ad acquistare realtà aziendali già operative e questo consente di aumentare l'efficienza, nonché l'acquisizione di beni strategici possedute dall'impresa *target* (brevetti, *know-how*, etc.).

Un'altra sinergia di ricavo che può essere ottenuta è un aumento del potere di mercato, poiché acquisendo un *competitor* si incorporano anche le sue quote di mercato e, di conseguenza, aumenta la forza competitiva su quest'ultimo, migliorando il potere contrattuale su aziende fornitrici e aumentando i ricavi.

Da non sottovalutare è l'aspetto positivo dell'ingresso della società in distretti industriali, ovvero contesti produttivi dove agiscono imprese dello stesso settore o in settore simili, legate da rapporti di collaborazione molto forti e con accordi ben precisi e strutturati.

Le sinergie provenienti dallo sfruttamento della leva fiscale, invece, riguardano diversi aspetti, tra cui la possibilità di sfruttare eventuali crediti d'imposta a seguito di perdite d'esercizio, presenti nel Bilancio della società *target*. Quando la normativa consente di dedurre le perdite della società *target* dal reddito dell'impresa *buyer*, la leva fiscale risulta un aspetto importante nell'ambito del processo valutativo di un progetto di fusione.

### **1.6.2. Motivazioni della società acquisita**

Le operazioni di M&A non sono attuate solo per le sinergie della società acquirente, alcune volte sono motivate da ragioni di vantaggio economico della stessa società venditrice, che decide di disinvestire.

Queste decisioni non sono necessariamente la conseguenza di crisi aziendali, ma possono essere parte di un processo di ristrutturazione aziendale per attuare una riallocazione efficiente delle risorse in modo da creare nuovo valore.

Le principali motivazioni che inducono alla cessione di un'impresa sono molteplici, ma alcune volte tale decisione è dettata da uno stato di necessità, ovvero quando vi è la presa di coscienza da parte dei manager della necessità di nuovi capitali. Questa situazione può avvenire in situazioni in cui sono presenti carenze manageriali, debolezza competitiva, necessità di forti investimenti e redditività inadeguate.

Spesso, si intraprendono tali operazioni per poter abbandonare attività troppo rischiose o poco remunerative: ad esempio, si può decidere di disinvestire in un determinato Paese, poiché presenta criticità troppo elevate che non permettono una crescita.

In altre occasioni, la motivazione principale può essere legata alla successione della proprietà: questo accade principalmente quando vi sono società a conduzione familiare in cui non si può contare sul ricambio generazionale, situazione in cui l'imprenditore decide di uscire dalla gestione societaria attraverso la messa in vendita dell'azienda stessa.

Oltre ad altri problemi di natura personale, come salute o vecchiaia del proprietario, un'altra motivazione per l'attuazione delle operazioni di M&A è sicuramente la massimizzazione del risultato economico quando la società è giunta alla fine della sua fase di sviluppo e a necessità di capitalizzare gli investimenti attraverso un disinvestimento che comporti la cessione dell'intero complesso aziendale.

Infine, è possibile maturare anche la decisione di cedere un ramo d'azienda o una sola azienda facente parte di un gruppo con il fine di finanziarsi o per rifocalizzare il *core business* aziendale.

## 1.7. Le determinanti degli insuccessi delle operazioni di M&A

Le operazioni di M&A analizzate nei paragrafi precedenti possono essere considerate come uno dei principali strumenti con cui le aziende possono creare nuovo valore, crescere e raggiungere il vantaggio competitivo. Come tutte le strategie di crescita, anche queste operazioni hanno dei rischi potenziali che devono essere analizzati con estrema attenzione e valutati in fase decisionale.

Il primo aspetto critico da tenere in considerazione è sicuramente l'elevato costo che queste comportano, aspetto che diventa ancor più grande quando parliamo di acquisizioni ostili, in cui l'impresa *target* attua delle strategie di difesa. In alcune situazioni, infatti, il costo può anche aumentare a dismisura: ciò avviene quando si scatenano battaglie al rialzo per l'acquisizione della società obiettivo, dove il vincitore si trova a pagare un prezzo nettamente superiore rispetto al suo effettivo valore<sup>24</sup>.

Tra le criticità che si possono individuare, bisogna menzionare la perdita di flessibilità da parte della nuova entità che si è strutturata, la quale in seguito all'unione è aumentata di dimensioni e questo porta ad una difficoltà di gestione della stessa, sia da un punto di vista organizzativo che finanziario. In particolare, a seguito di un'operazione di integrazione verticale, un'elevata rigidità potrebbe portare ad un'esclusione dell'impresa nei confronti dei clienti o fornitori, non ottenendo le competenze tecnologiche richieste e, quindi, costringendola a svilupparle internamente<sup>25</sup>.

Il successo delle M&A può essere collegato direttamente al livello e alla qualità della pianificazione coinvolta. Le aziende a volte non dedicano abbastanza tempo all'analisi delle tendenze attuali e future del mercato e alla pianificazione della fase di integrazione. Spesso, le aziende rinunciano ad un'analisi obiettiva dei loro punti di forza, debolezze, opportunità e minacce, mettendo a rischio il successo della transazione fin dal principio. Molte transazioni falliscono anche come risultato di un'insufficiente *due diligence* eseguita sulla società

---

<sup>24</sup> Fontana F., Boccaredelli P., 2015, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano, U. Hoepli.

<sup>25</sup> Fontana F., Boccaredelli P., 2015, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano, U. Hoepli.

*target*<sup>26</sup>. Il rischio che influenza la riuscita di molte operazioni di M&A è la difficoltà di integrazione tra diverse realtà aziendali: le diverse culture aziendali, se non sono affrontate in modo opportuno, possono annullare le potenziali sinergie realizzabili.

I principali problemi che potrebbero sorgere durante l'integrazione sono i seguenti<sup>27</sup>:

- Differenze culturali: la cultura gioca un ruolo cruciale nel modo in cui i dipendenti reagiscono alla nuova struttura del loro ambiente lavorativo, che va da un rapido adattamento e impegno alle nuove aspettative, alla resistenza e a comportamenti improduttivi;
- Determinismo: la tendenza a rimanere ancorati alla ragione iniziale dell'affare anche quando la realtà è diversa dal previsto, l'errore deriva dal non adattamento della giustificazione originale dell'acquisizione al nuovo contesto;
- Distruzione del valore per dipendenti e manager: l'incertezza dei dipendenti aumenta con le operazioni di fusione, le quali portano ad aumento dello stress e ad una diminuzione della soddisfazione, dell'impegno e della lealtà. Questo atteggiamento può diffondersi e diventare "contagioso" tra i dipendenti<sup>28</sup>;
- Gestione e strategia inadeguate: la fase di integrazione dovrebbe essere responsabilità del *top management*, mentre, molto spesso, viene affidata al *middle management*, il quale può mancare di esperienza e competenze per prendere decisioni critiche e allocare correttamente le risorse;
- Cambio del management: i manager di entrambe le aziende dovrebbero essere mantenuti nella nuova realtà aziendale creatasi a seguito dell'operazione, poiché hanno una conoscenza profonda e consolidata delle due realtà, hanno esperienza e relazioni già consolidate con l'intero l'ecosistema aziendale.

Altri problemi che possono portare all'insuccesso di un'operazione di M&A possono sorgere durante le fasi precedenti all'integrazione, in particolare<sup>29</sup>:

- Errori nella definizione della strategia: sono legati alla complessità delle decisioni, in particolare, i manager possono avere una percezione sbagliata dello scenario strategico e, quindi, optare per soluzioni improduttive;
- Scelta sbagliata nella selezione del partner: questo è dovuto all'incapacità del management di riconoscere la mancanza delle caratteristiche richieste nella società *target*;

---

<sup>26</sup> Nguyen H., Kleiner B. H., 2003, *The effective management of mergers*. Leadership & Organization Development Journal 24.

<sup>27</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>28</sup> Appelbaum S. H., Gandell J., Yortis H., Proper S., Jobin F., 2000, *Anatomy of a Merger: Behavior of Organizational Factors and Processes throughout the Pre - During - Post Stages*. Management Decision, vol. 38, no. 9, pp. 649–662.

<sup>29</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

- Incapacità di gestire l'operazione: questo comporta l'incapacità di concludere l'affare, dovuta per esempio a discrepanze tra le imprese che si fondono, o a problemi fiscali, o anche all'incapacità di definire un prezzo accettabile.

Infine, l'insuccesso può anche essere attribuito alla mancanza di competenze delle persone coinvolte nell'operazione, per cui può essere fondamentale, soprattutto nella fattispecie di operazioni complesse, affidarsi a specialisti molto esperti, i quali hanno già gestito molti processi di M&A nel corso della loro esperienza.

## **1.8. Prospettive per il futuro del mercato delle M&A**

Le operazioni di M&A hanno registrato un record nel 2021, con un volume globale di oltre 5.000 miliardi di dollari<sup>30</sup>, superando i record precedenti e registrando un notevole rimbalzo rispetto al 2020, nonostante la persistente incertezza dovuta alla pandemia causata dal COVID-19.

Con un capitale disponibile record di 2.900 miliardi di dollari<sup>31</sup>, gli sponsor di private equity hanno effettuato transazioni a un ritmo senza precedenti. Le elevate valutazioni azionarie, in particolare negli Stati Uniti, e i bassi tassi d'interesse hanno contribuito a creare un contesto di M&A da record, che si è protratto per tutto il 2021.

---

<sup>30</sup> Morgan Stanley, 2022, *2022 M&A Outlook: Continued Strength After a Record Year*.

<sup>31</sup> Morgan Stanley, 2022, *2022 M&A Outlook: Continued Strength After a Record Year*.

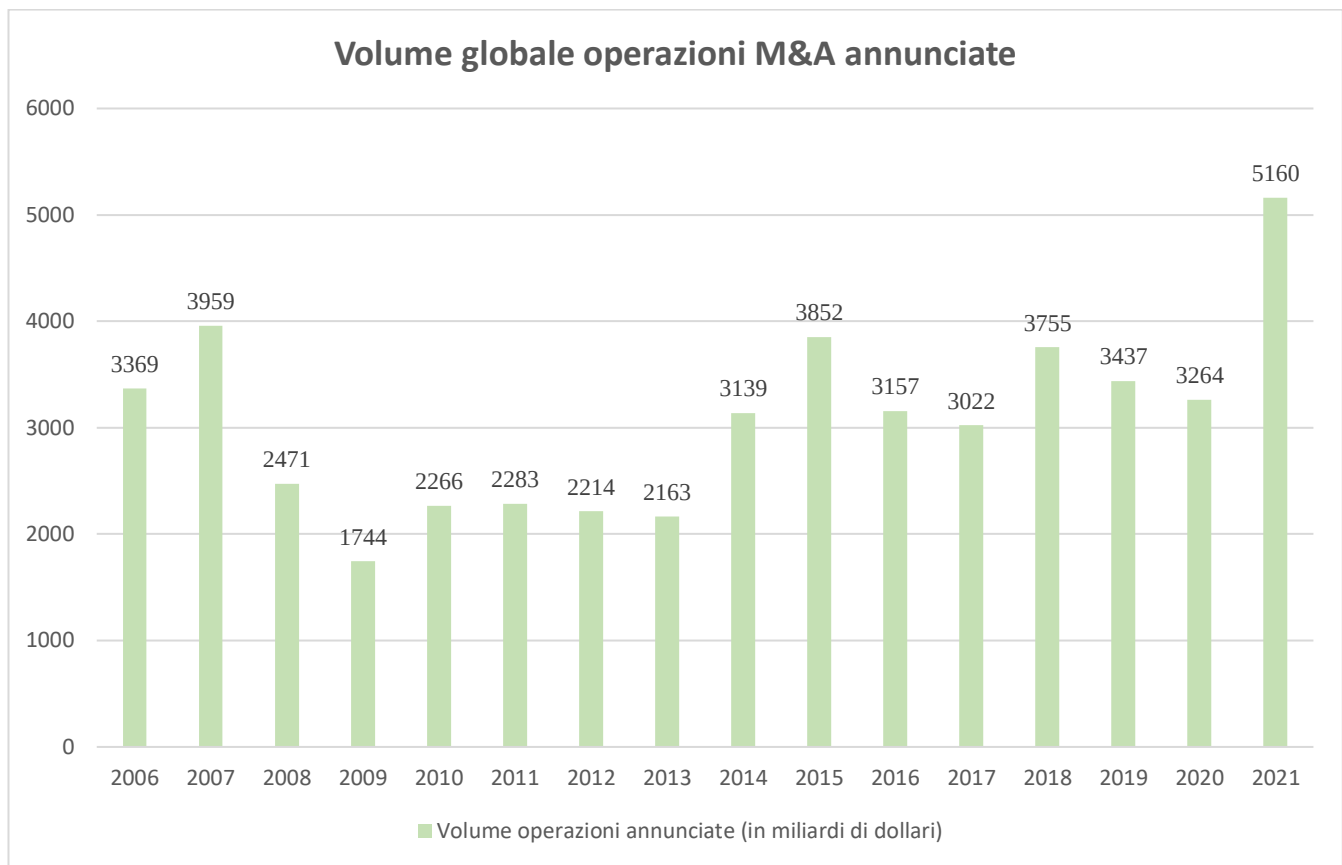


Figura 1.3: Istogramma rappresentante il volume globale delle operazioni di M&A annunciate<sup>32</sup>. Fonte: elaborazione propria

Nel 2021 le imprese hanno mostrato una crescente propensione alle operazioni di M&A: le aziende, quasi in tutti i settori, hanno fatto ricorso alle acquisizioni e fusioni per raggiungere le economie di scala, nuove competenze e accesso in nuovi mercati.

Nel 2022, le aziende dovranno concentrarsi sulla risoluzione delle problematiche legate alle interruzioni della catena di approvvigionamento, alla carenza di manodopera, al picco della crisi pandemica causato dalla variante Omicron del COVID-19 e all'inflazione dei costi. Al di là di queste sfide, tuttavia, le prospettive di crescita economica globale per i prossimi due anni sono solide. Confidando nei fondamentali del business a lungo termine, le aziende continueranno a utilizzare le operazioni di M&A per accelerare l'esecuzione delle loro priorità strategiche.

Una di queste priorità strategiche evidenziate dal COVID-19 è la crescente onnipresenza della tecnologia, nell'e-commerce e nella logistica, nella distribuzione dei contenuti e nell'interfaccia con i consumatori, nelle infrastrutture aziendali e in altri settori. Il *deal-making* potrebbe rivelarsi meno robusto nei settori che si stanno ancora riprendendo dalla pandemia, tra cui i viaggi, il tempo libero e l'aerospaziale.

<sup>32</sup> Morgan Stanley, 2022, *2022 M&A Outlook: Continued Strength After a Record Year*.

Con i mercati dei capitali favorevoli e il contesto di una crescita globale del 2021, alcune aziende hanno scelto di annunciare cessioni e scorpori di attività per dare maggiore chiarezza strategica alle attività principali. Si tratta di una tendenza che continuerà nel 2022, quando i team di gestione manterranno un approccio orientato alla creazione di valore per gli azionisti. Inoltre, con la crescita dell'interesse per gli investimenti sostenibili, potrebbe emergere un elevato aumento delle operazioni di M&A legate alle strategie ambientali, sociali e di governance (ESG).

Infine, con la diminuzione a livello globale delle restrizioni per fronteggiare il COVID-19, si registrerà un aumento delle transazioni transfrontaliere.

## CAPITOLO 2

# IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE

### 2.1. Il processo di acquisizione

L'acquisizione di un'azienda è un'operazione strategico-finanziaria che consente alla società acquirente di acquistare la proprietà di un'altra impresa o del suo pacchetto azionario di controllo, al fine di favorire la crescita e perseguire l'obiettivo della creazione di valore. Il processo di acquisizione fa riferimento all'evoluzione di un'operazione che inizia dall'identificazione del fabbisogno, passando attraverso l'acquisizione della proprietà di un'altra impresa o della maggioranza del suo capitale e si conclude con l'integrazione di due diverse realtà in una.

Lo sviluppo decisionale delle acquisizioni avviene in modo graduale, rispecchiando i soggetti coinvolti, come il management, la leadership e i processi deliberativi dell'impresa.

È opportuno tenere bene a mente che queste operazioni non sempre avvengono attraverso procedimenti formalizzati e opportunamente ponderati dalle parti. Alcune volte, le acquisizioni vengono pensate, maturate e realizzate in tempi brevissimi, poiché nate da opportunità inattese, frutto di occasioni inaspettate che potrebbero giovare le parti coinvolte; ad esempio, ciò può accadere quando il fine ultimo è principalmente la crescita dimensionale.

Realizzare un processo acquisitivo nelle suddette condizioni ha come principale conseguenza l'aumento della rischiosità nella successiva fase di integrazione, poiché i soggetti coinvolti non hanno valutato l'effettiva presenza di sinergie ottimali per il successo competitivo della realtà che in futuro si concretizzerà.

L'acquisizione è un'operazione piuttosto complessa e deve necessariamente essere valutata con attenzione in diversi ambiti prima di materializzarla in azione. Inoltre, è un procedimento costituito da una serie di fasi in sequenza, il cui svolgimento permette un'analisi più tangibile delle relazioni fra gli stadi del processo e lo sviluppo concreto di un effettivo "valore".

Il processo acquisitivo, oltre ad essere un'operazione strategica, ha come risultato una transazione economica e finanziaria che costituisce un grande valore non solo per le imprese coinvolte, ma anche per tutti gli altri soggetti portatori di interesse: i dipendenti, i manager, i *competitor*.

Le acquisizioni seguono un processo diviso generalmente in tre macrofasi fasi:

- Analisi e valutazione strategica preventiva;
- Negoziazione;
- Integrazione ex post.

Nella pratica, la suddetta divisione deve essere intesa solo da un punto di vista concettuale, in quanto l'efficiente attuazione del progetto di acquisizione è determinata dalla continua interazione tra queste fasi, le quali, alcune volte, possono sovrapporsi.

## **2.2. L'analisi e valutazione strategica preventiva**

Il primo stadio dell'operazione di acquisizione è formato da diverse attività di analisi strategica preventiva che vengono svolte antecedentemente alla fase di valutazione. Questo approccio è di fondamentale importanza per ridurre i rischi che derivano dal processo acquisitivo e, per tanto, deve essere valutato in tutti i suoi aspetti più importanti, da quelli strategici a quelli economici.

Di seguito, vengono delineate le principali attività che rientrano in tale analisi:

- L'impostazione strategica dell'operazione, la quale consiste nell'analisi del settore di riferimento, nell'individuazione delle aree di volubilità dell'impresa e nella indagine delle possibili sinergie conseguibili attraverso l'acquisizione. In questo processo, è fondamentale che le aziende coinvolte riescano a condividere con successo le conoscenze e competenze acquisite nel passato nelle rispettive imprese;
- La definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale dell'impresa *target*, la quale consiste nella definizione del *timing*, quantificazione dell'investimento complessivo, prezzo massimo di offerta, modalità di finanziamento e nelle implicazioni economico-finanziarie ricercate tramite l'operazione stessa, e nella caratterizzazione dell'impresa obiettivo attraverso la definizione di dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento, competenze, risorse e *know-how*.

Lo scopo finale di questa accurata analisi è quello di individuare i potenziali candidati per l'acquisizione, in modo da poter effettuare un confronto tra le aziende selezionate, in funzione degli obiettivi specifici che ci si propone di raggiungere. Questo passo appena definito è un'analisi strategica di tipo comparativo, che permette di individuare le risorse che potranno essere condivise in futuro, necessarie per sviluppare le sinergie attese.



Una volta svolta l'analisi comparativa, è necessario definire dei criteri di eliminazione delle varie società tra quelle candidate; questo può permettere di identificare la società *target* che sarà oggetto della strategia di acquisizione.

Dunque, le sottofasi che compongono questa prima fase di analisi riguardano:

1. L'impostazione strategica del problema;
2. La definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale della società *target*;
3. La ricerca delle alternative.

Nei seguenti sottoparagrafi, analizzeremo nel dettaglio le tre sottofasi del primo stadio del processo di acquisizione.

### **2.2.1. L'impostazione strategica del problema**

Il primo passo da attuare è l'analisi del settore, della concorrenza e delle variabili competitive, valutando, dunque, il quadro strategico complessivo di riferimento, in modo da comprendere il contesto in cui la società acquirente opera. Dopo aver analizzato ed individuato un quadro chiaro dell'ambiente operativo al momento in cui si affronta il problema, è importante valutare le ripercussioni future che il progetto andrà a determinare nel sistema competitivo, considerando anche eventuali effetti sui concorrenti e sul rapporto con fornitori e clienti.

Un altro aspetto importante è analizzare i punti di forza e debolezza, dai quali verranno poi effettuate delle attività di *screening*, di verifica per la valutazione e definizione del profilo ideale del candidato. Il profilo ideale andrà a rispecchiare i giudizi del management in merito alle future sinergie che si mirano a raggiungere. La riuscita del progetto è condizionata dalla dinamica evolutiva del settore e dal grado di concentrazione attuale e prospettico, considerando la numerosità delle imprese che rispondono ai requisiti ideali per l'acquisizione.

Questa fase è molto importante per il successo dell'operazione, poiché eventuali errori di valutazione effettuati possono ripercuotersi sul valore finale, impedendo il raggiungimento degli obiettivi prefissati e, quindi, l'allontanamento dallo scopo principale di creazione di nuovo valore. L'analisi delle sinergie deve essere effettuata sulla base dei punti di debolezza emersi in precedenza, cosicché si possano compensare i punti deboli e le lacune attraverso l'acquisizione<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

### 2.2.2. La definizione degli obiettivi e l'identificazione del profilo della società *target*

Il secondo step di questa prima macrofase è la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e il profilo ideale della società *target*. In questa fase, è necessario delineare il modello delle società ideali da acquisire e, per far questo, è necessario approfondire le principali caratteristiche dell'impresa *target*: la sua posizione competitiva, la quota di mercato, la qualità del management, la disponibilità di tecnologie, lo stato di manutenzione degli impianti, le sue performance economico-finanziarie non solo con riferimento ai dati storici, ma considerando anche le prospettive future. Inoltre, deve essere considerato il *timing* dell'operazione, il livello di investimento complessivo, il prezzo limite di offerta e le implicazioni sul piano economico finanziario<sup>34</sup>.

Con l'analisi delle suddette informazioni, è possibile effettuare una valutazione più concreta dell'azienda *target*<sup>35</sup> e, avendo ben presenti le sue caratteristiche, è possibile esaminare in contemporanea anche il *timing* dell'operazione e le successive implicazioni in ambito finanziario, così da poter pianificare le forme di copertura più opportune.

In particolare, le implicazioni finanziarie complessive dipendono principalmente dai seguenti fattori:

- Prezzo della transazione;
- Investimenti necessari per portare l'impresa acquisita ai livelli operativi desiderati.

Questi due fattori sono di fondamentale importanza per determinare il prezzo; infatti, risulta molto utile fissare, in fase iniziale, un livello massimo di prezzo a cui attenersi con il fine di evitare che il management responsabile dell'operazione possa essere personalmente coinvolto.

Fissare un prezzo *target* ha numerosi vantaggi, tra cui:

- Limitazione dell'esborso finanziario;
- Favorisce la programmazione dei flussi e la compatibilità finanziaria del progetto;
- Obbliga il negoziatore a motivare in maniera chiaro e convincente eventuali richieste di prezzo superiori a quello prefissato;
- Vincola il negoziatore a richiedere un'ulteriore approvazione esplicita da parte del top management in casi eccezionali.

---

<sup>34</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>35</sup> Marangoni, A., 2000, *Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie*, PMI, volume 6, fascicolo 1, pagg. 22-27.

### 2.2.3. La ricerca delle alternative

In questa fase si va alla ricerca sul mercato delle imprese alternative disponibili, le quali possiedono i requisiti ritenuti necessari per l'acquisizione. Per far in modo che questo processo venga attuato al meglio, deve esserci una profonda conoscenza del mercato, dei clienti e fornitori, dei concorrenti e di tutti i soggetti che influenzano e caratterizzano il mercato di riferimento. Dovranno essere individuate un numero di probabili imprese, generalmente quattro o cinque, in modo da avere a disposizione una serie di alternative che, in seguito, verranno messe a confronto, procedendo in seguito ad una selezione.

Per effettuare un'opportuna ricerca delle imprese alternative, il management deve seguire una serie di criteri guida, che verranno elencati di seguito in ordine di importanza<sup>36</sup>:

- Grado di coerenza strategica complessiva;
- Presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
- Compatibilità organizzativa;
- Fattibilità finanziaria;
- Possibilità di contatto.

Prima della fase di ricerca vera e propria, è opportuno definire i criteri sui quali realizzare il *ranking* delle alternative disponibili, in modo da avere un'analisi oggettiva. Una volta effettuata l'attività di *ranking*, si può procedere alla ricerca vera e propria delle possibili società *target*.

In fase di individuazione del numero di possibili candidati, è opportuno identificare un ampio gruppo, poiché la successiva fase di selezione comporterà un elevato tasso di mortalità. Questo accade in quanto risulta difficile trovare un'impresa *target* che rispecchi le caratteristiche richieste dalla società acquirente. Nella scelta delle *target*, è ragionevole andare a considerare i requisiti ritenuti indispensabili dall'acquirente; però, alcune volte, ci si ritrova a doverne sacrificare qualcuno poiché, durante il primo *screening*, si potrebbe non trovare le imprese con le caratteristiche prefissate e, di conseguenza, il management deve rivedere i criteri di scelta e la scala delle priorità stabilite. In alcuni casi estremi, l'impresa acquirente deve accontentarsi di ciò che il mercato ha da offrire in quel momento, indipendentemente dai criteri prefissati, oppure abbandonare la strategia d'acquisizione e valutare altre alternative di crescita.

Ritornando al processo di individuazione delle società *target*, quest'ultimo può essere svolto internamente o esternamente. Individuare le società *target* esternamente significa affidarsi a partner esterni, questa scelta dipende dagli obiettivi che si intendono raggiungere con l'acquisizione. Ricorrere all'opzione interna, invece, è la scelta più utilizzata nel momento in cui le imprese fanno parte dello stesso settore o ad uno correlato e, quindi, l'obiettivo è quello di consolidare una posizione all'interno di tale mercato. Questa scelta, a differenza

---

<sup>36</sup> Sabine, M., *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989.

di quella esterna, è una soluzione di immediata attuazione in quanto il management ha già una preparazione sufficiente per individuare le alternative adatte.

Le difficoltà si possono incontrare quando si decide di entrare in nuovi mercati, poiché si vanno a prendere in considerazione mercati geograficamente lontani o nuovi segmenti di mercati.

Nel momento in cui il management interno non è in grado di esprimere una rosa di candidati, si ricorre a una ricerca esterna, coinvolgendo società particolarmente attive nel settore, società che hanno maturato esperienze nel settore di riferimento e dispongono di qualificati *database*, affidando ad esse la valutazione del mercato potenziale e di stabilire la fattibilità dell'operazione<sup>37</sup>.

### 2.3. La negoziazione

La seconda macrofase del processo di acquisizione è la negoziazione, ovvero l'avvio, la gestione e la conclusione della trattativa. L'obiettivo principale di questa fase è concludere l'operazione, prendendo come riferimento per identificare le società acquisibili le analisi svolte nella macrofase precedente.

Il successo è determinato proprio dall'identificazione del candidato ideale e dalla pianificazione di una opportuna strategia negoziale, la quale raramente viene eseguita dal personale interno. Infatti, il successo della trattativa dipende fortemente dalle persone coinvolte nel processo, per cui è fondamentale coinvolgere un team professionale esterno in grado di gestire le situazioni critiche e di difficoltà a cui si può andare incontro.

Il management interno ha il compito di supporto, fornendo assistenza e supportando il dialogo tra le controparti. Alcune volte l'imprenditore partecipa in modo diretto alla negoziazione, però questo può avere esiti imprevedibili a causa del suo giudizio, il quale può essere poco oggettivo e guidato dalle sue convinzioni. In ogni caso, durante queste trattative abbiamo due soggetti: acquirente e venditore. Raramente si verificano acquisizioni che apportano vantaggio ad una sola controparte; infatti, le acquisizioni vengono realizzate quando entrambe le parti ritengano congrue le condizioni definite per l'acquisizione.

Questa fase è particolarmente complessa e può essere articolata nelle seguenti sottofasi<sup>38</sup>:

- La selezione della giusta società *target*;
- La valutazione finanziaria della società *target*;
- La formalizzazione dell'accordo.

---

<sup>37</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>38</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

### 2.3.1. La selezione della giusta *target*

Come primo passo, verrà stilata una lista di possibili imprese *target*, dove poi verrà identificata l'impresa ideale, escludendo le altre<sup>39</sup>.

Dopo aver stabilito i criteri generali si individuano le imprese, la cui numerosità e tipologia dipende dagli obiettivi prefissati: più questi sono limitati più si restringe il campo di scelta della società *target*.

Quando i candidati possibili sono individuati e organizzati in una graduatoria, si procede con l'avvio dei contatti. Questa è una fase molto delicata in quanto ci si potrebbe trovare di fronte a situazioni diverse, ognuna delle quali richiede un comportamento diverso e rischi differenti; ad esempio, alcune imprese potrebbero non essere in vendita. Quando l'impresa *target* è un concorrente diretto, non bisogna sottovalutare le difficoltà che si possono incontrare: in particolar modo, l'avvio della trattativa pone l'impresa che fa la proposta in una condizione di sottomissione rispetto alla controparte, la quale può sfruttare questa conveniente posizione per ottenere condizioni più vantaggiose. È fondamentale cercare di non rovinare le relazioni, indipendentemente dall'esito della trattativa. Un'altra situazione critica è quando avvengono acquisizioni tra società quotate in Borsa, poiché il modo in cui viene gestita l'operazione potrebbe far emergere situazioni ostili.

Per avviare il contatto iniziale è possibile muoversi in due modi diversi: contattare direttamente l'impresa *target*, oppure rivolgersi a società esterne specializzate nella consulenza.

Quando si contatta direttamente la società *target*, quest'ultima prende conoscenza immediatamente del nome del potenziale acquirente; quindi, vi è una trasparenza e immediatezza nell'approccio. Quando si ricorre a società di consulenza esterne, invece, l'impresa acquirente non si espone in prima persona ed è anche un modo per dimostrare la concretezza dell'intenzione. In questi casi, l'efficacia dell'azione dipende dalla credibilità della persona che fa la proposta, che influisce sulla credibilità della proposta stessa, e dalla scelta del momento più opportuno per effettuare tale proposta, che può condizionarne anche l'esito.

Di seguito vengono elencati alcuni esempi di situazioni particolari e più propizie in cui si trova la società *target*, che facilitano la presa in considerazione della proposta:

- l'impresa obiettivo vive una situazione di crisi persistente;
- azionisti con difficoltà finanziarie;
- necessità o desiderio di cessare l'attività aziendale;
- problemi di successione;
- situazione di tensione con i soci.

Con questo processo arriveremo ad avere una lista di poche imprese ideali. È opportuno individuare la strategia negoziale adatta per ogni candidato ed individuare le sinergie concretamente realizzabili, la stima del prezzo,

---

<sup>39</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

la probabilità di successo<sup>40</sup>. Inoltre, è importante capire la vicinanza strategica della società *target*, individuando la tipologia di acquisizione che si sta procedendo a realizzare (orizzontale, verticale o di diversificazione pura)<sup>41</sup>.

### 2.3.2. La valutazione

La valutazione e le considerazioni sul profilo economico-finanziario dell'operazione rappresentano un passo fondamentale per poter definire un *range* di prezzo attorno al quale impostare la trattativa<sup>42</sup>.

In questa fase, l'impresa d'acquisire verrà valutata e analizzata, attraverso le informazioni sull'impresa *target* stessa, le quali dovranno essere aggiornate e attendibili.

Attraverso un'attenta indagine è possibile esprimere un prospetto concreto in merito alle future capacità di creazione di valore della società. In particolare, per realizzare la suddetta indagine, vengono analizzati i seguenti dati:

- Bilanci degli ultimi 3/5 esercizi;
- Bilanci di verifica degli ultimi 3/5 esercizi;
- Report gestionali;
- Analisi di mercato;
- Budget e *Business plan*.

Attraverso l'indagine e il confronto tra dati storici, *Business Model*, *Business Plan*<sup>43</sup> e il mercato di riferimento, si dispone delle informazioni necessarie per comprendere le strategie di sviluppo e i possibili futuri scenari di evoluzione della società *target*<sup>44</sup>.

Nel caso in cui i compratori siano molteplici, per agevolare l'accesso delle informazioni, si organizza in un luogo fisico esterno (*data room*) un centro di raccolta dati della società in vendita, in modo da mettere a disposizione degli interessati le informazioni utili per l'operazione.

Successivamente, si determina il valore oggettivo della società *target*, senza considerare alcuna eventuale sinergia. Questo valore oggettivo deve essere accettato da entrambe le parti e rappresenta la base iniziale della trattativa; infatti, il prezzo finale non si discosterà di molto da quel riferimento.

---

<sup>40</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>41</sup> Rossi, E., 1999, *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea Editore, Milano.

<sup>42</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>43</sup> Il *Business plan* rappresenta un elemento fondamentale per svolgere l'analisi della società *target*, poiché fornisce informazioni essenziali per comprendere le strategie di sviluppo e i possibili scenari di evoluzione della azienda *target*.

<sup>44</sup> Salvi, A., 2012, *M&A e private equity, dal valore al prezzo*. Egea Editore, Milano.

Esistono diversi metodi di valutazione delle aziende ed è importante che le parti ne scelgano uno di comune accordo. Di seguito, verranno elencati i metodi principali:

- metodi flusso, reddituali e finanziari;
- metodi stock, patrimoniale semplice e complesso;
- metodi misti;
- metodi di mercato.

I metodi maggiormente utilizzati sono basati sulla previsione in orizzonti di medio-lungo periodo (viene considerato un arco temporale di 3-5 anni) dei flussi reddituali o di cassa attualizzati.

La formazione del prezzo è uno dei temi fondamentali nell'analisi delle operazioni di M&A. Vi sono, però, ancora delle “ombre” sul *closing* delle operazioni di acquisizione<sup>45</sup>. I fattori più rilevanti nella determinazione del prezzo finale sono:

- i soggetti coinvolti nell'operazione;
- il profilo della società *target*;
- la struttura del *deal*;
- gli aspetti negoziali.

In molte operazioni di M&A, la possibilità di ottenere effetti sinergici risulta estremamente elevata. Molto frequenti, però, sono le critiche riguardanti l'eccessivo livello dei prezzi. Il problema non riguarda solamente il livello del prezzo, ma anche la relazione tra il prezzo pagato per un'impresa e il suo reale valore, nonché l'effetto sul valore futuro dell'azienda, tenendo in considerazione le possibili sinergie conseguibili.

Approfondiremo nel dettaglio il processo valutativo e i principali metodi di valutazione nel capitolo 3.

---

<sup>45</sup> Salvi, A., 2012, *M&A e private equity, dal valore al prezzo*. Egea Editore, Milano.

### 2.3.3. La formalizzazione della negoziazione

Un'altra importantissima fase è la formalizzazione della negoziazione, che si concretizza con la *letter of intent*<sup>46</sup> (LOI), che prova la volontà delle parti di concludere la negoziazione. Questo documento non è vincolante, ma è molto importante per scongiurare malintesi o problematiche durante la preparazione del contratto, anche per evitare che il venditore non sia realmente interessato all'acquisizione<sup>47</sup>.

La *letter of intent* indica:

- le parti contraenti;
- l'oggetto della transazione;
- il prezzo d'acquisto;
- le modalità di pagamento;
- eventuali ulteriori modalità di compenso;
- eventuale rilascio di garanzie sullo stato dell'azienda da parte del venditore.

Di seguito, elenchiamo i principali obiettivi<sup>48</sup> della LOI:

- confermare la volontà di procedere con l'affare;
- stabilire un termine entro il quale la trattativa sarà conclusa;
- trovare un accordo sull'esclusività della trattativa;
- introdurre la clausola di non divulgazione;
- la definizione generale del contenuto del contratto;
- identificare come verrà calcolato il prezzo.

Dopo aver firmato la *letter of intent*, si procede con altre procedure obbligatorie, come la *due diligence*<sup>49</sup>, ovvero la procedura di indagine sulla potenziale *target*. L'obiettivo principale è quello di supportare le parti in modo che possano allineare i loro interessi. Attraverso la *due diligence*, un acquirente può definire il prezzo appropriato per l'obiettivo e il metodo di pagamento, anticipare i potenziali rischi e responsabilità, specificare le disposizioni importanti da negoziare con l'altra parte, analizzare le questioni di concorrenza, e chiarire che

---

<sup>46</sup> La lettera d'intenti è definita dalla giurisprudenza italiana come un negozio giuridico "atipico", poiché si tratta di un contratto non specificatamente disciplinato. Si può definire come un documento precontrattuale, tendenzialmente non vincolante per le parti.

<sup>47</sup> Sudarsanam, S., 2010. *Creating Value from Merger and Acquisitions - The Challenges*. Second edition, Prentice Hall.

<sup>48</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

<sup>49</sup> I principali step, come individuati in letteratura, del processo di *due diligence* sono i seguenti:

1. ricerca e selezione del potenziale acquirente;
2. primo contatto ed invio del *blind profile* al fine di percepire l'interesse per l'opportunità d'investimento proposta;
3. firma dell'accordo di riservatezza e consegna dell'*information memorandum*;
4. discussione e conferma della *letter of intent*;
5. pianificazione e svolgimento della *due diligence*;
6. negoziazione e firma del contratto di compravendita;
7. *closing*, ovvero il momento in cui viene perfezionato il passaggio di proprietà con la girata delle azioni o quote sociali.



l'obiettivo è quello definito. Con la *due diligence*, un offerente può corroborare la decisione di acquisizione o scegliere di andarsene<sup>50</sup>.

Il contenuto e la profondità dell'indagine di *due diligence* dipendono dalle esigenze di conoscenza dell'acquirente e dal tipo di affare. Gli obiettivi possono essere ridotti per mancanza di tempo, vincoli di costo o perché l'obiettivo si rifiuta di collaborare e fornire le informazioni richieste.

I principali svantaggi della *due diligence* sono il consumo di tempi e costi; infatti, alcune volte, i manager concludono l'acquisizione senza l'adeguata *due diligence*, giungendo ad una fusione non riuscita o non integrata<sup>51</sup>.

La *due diligence* consente una visione concreta dello stato di salute di un'azienda e fornisce alle controparti l'ausilio nello svolgimento della trattativa, permettendo anche di comprendere l'effettiva desiderabilità dell'operazione di M&A e di capire se le prospettive di sviluppo nel *Business plan* siano affidabili.

Supponendo che la *due diligence* si concluda senza problemi significativi, con le informazioni ottenute da questo processo, le parti possono passare alla formalizzazione di un accordo concreto. In questa fase, le aziende prendono una decisione definitiva sull'oggetto dell'acquisizione, il prezzo concordato, il metodo di pagamento, le garanzie e le clausole e altri elementi importanti.

Il processo negoziale si conclude ufficialmente con la firma del contratto di compravendita (*sale and purchase agreement*).

## 2.4. L'integrazione ex post

L'integrazione è l'ultima delle macrofasi del processo di acquisizione e si svolge dopo la chiusura formale del contratto. Questa è la fase più critica dell'intera operazione acquisitiva e ha come principale scopo la realizzazione di una nuova realtà in cui possano coesistere in modo ottimale le due parti coinvolte nel processo<sup>52</sup>.

L'integrazione consiste in un percorso progressivo in cui le due organizzazioni e gli individui al loro interno imparano a collaborare insieme, trasferendo tra di loro le diverse capacità strategiche e di creazione del valore, in modo da realizzare un ambiente armonioso e propenso al trasferimento di conoscenze, al fine di crearne di nuove e far coesistere due realtà, inizialmente diverse, come se fossero un'unica funzionale entità.

---

<sup>50</sup> Conway A. C., Rouse R. W., 2001. *Protecting Yourself: Due Diligence in Mergers and Acquisitions*. Journal of Corporate Accounting & Finance, vol. 13, no. 2.

<sup>51</sup> Mengus, D. B., 2016. *Due Diligence Process in Merger & Acquisitions and Integration Problems*. Tilburg University.

<sup>52</sup> Cortesi, A., 2000, *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano.

Il processo di integrazione non si limita a stabilire un nuovo management e una nuova organizzazione, ma le imprese che partecipano alla fusione devono ridefinire le proprie attività aggiungendo, ridistribuendo, ricombinando o cedendo asset con l'obiettivo di adattare la base di risorse al nuovo contesto<sup>53</sup>.

Questa fase è necessaria principalmente nei casi in cui l'obiettivo è combinare due unità aziendali per scopi sinergici. In alcune occasioni, infatti, il processo integrativo non avviene e si mantiene una completa autonomia gestionale, ad esempio in quelle acquisizioni il cui fine è meramente quello di ottenere la proprietà di capitale. Quando le imprese coinvolte in un'acquisizione sono molto differenti nella loro cultura e gestione, effettuare un'operazione integrativa può risultare molto complesso e articolato; infatti, questa fase permette di misurare sia la fattibilità del progetto strategico iniziale, sia la capacità del management di gestire la situazione e conseguire i risultati previsti.

La fase di integrazione non può essere concepita come un semplice scambio di conoscenze tra gli individui coinvolti, ma come un percorso che incide nel profondo dei processi e comportamenti già consolidati dalle due imprese. È di fondamentale importanza riuscire ad analizzare entrambe le società e capire quali sono le rispettive potenzialità e come impiegarle al meglio, con l'obiettivo di realizzare una nuova entità che sia in grado di sfruttare i punti di forza delle due parti prima divise. Quest'ultimo è lo scopo principale di qualsiasi processo acquisitivo: riuscire a servirsi del valore potenziale della società da acquisire. Il successivo incremento dei prezzi di Borsa della società acquirente, infatti, dipende anche dal miglioramento delle performance di quest'ultima che il mercato si aspetta, in seguito alle nuove strategie, nuove opportunità, nuovo management e nuove sinergie che prima non venivano sfruttate.

Il processo di integrazione si concretizza su diversi livelli:

- Integrazione delle procedure, che si attua con la realizzazione di un'unica entità giuridico-legale;
- Integrazione delle risorse, che si attua sui beni tangibili;
- Integrazione manageriale e culturale, che rappresenta il livello più difficile da raggiungere, in quanto consiste nell'unire culture e visioni gestionali differenti.

Le risorse aziendali, intese come fattori produttivi a disposizione dell'impresa, sono uno degli elementi fondamentali per il successo di un'acquisizione e possono suddividersi in:

- Risorse tangibili: risorse finanziarie (come la capacità di autofinanziamento) e risorse fisiche (come impianti, materie prime, dimensione, flessibilità);
- Risorse intangibili: legate alla cultura aziendale, alla reputazione;
- Risorse umane: come competenze, conoscenze, esperienze.

---

<sup>53</sup> Karim S., Capron L., 2016, *Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units*. Strategic Management Journal, vol. 37, no. 13.

Per quanto riguarda le competenze, intese come la capacità dell'impresa di combinare e impiegare le proprie risorse utilizzando processi organizzativi e meccanismi culturali, si possono suddividere in:

- Competenze specialistiche: competenze tecnologico-produttive, competenze di funzione, competenze di processo;
- Competenze generali: di integrazione esterna, interna, incrementale e radicale.

All'interno del processo di integrazione, può esserci un trasferimento di competenze da un'impresa all'altra, una condivisione di competenze e risorse tra le due imprese, oppure una terza eventualità in cui non si verifica alcun trasferimento, ma vengono sviluppate nuove capacità strategiche. In questo caso, si assiste, non solo ad una crescita dimensionale, ma anche ad una crescita in termini di apprendimento. I trasferimenti e le condivisioni di capacità strategiche, se gestiti correttamente, dovrebbero portare al raggiungimento della massa critica e alla creazione di sinergie<sup>54</sup>.

Considerando la complessità del processo di integrazione, si può ragionevolmente dedurre che il suo compimento è un percorso lungo; da alcune ricerche su acquisizioni di successo, si evince che il tempo necessario per ottenere un'integrazione ottimale è pari ad almeno due anni.

Affinché si possa andare incontro ad un'operazione integrativa con risultati soddisfacenti, è necessario pianificare i tempi e le modalità fin dall'inizio, in modo tale che si possano prevedere eventuali problemi futuri e, di conseguenza, diminuire le probabilità di insuccesso. Per maggiore chiarezza, di seguito vengono riportati i principali aspetti da considerare:

- La definizione dei fabbisogni di integrazione;
- Pianificazione del processo per fasi, tempi e autori;
- Predisposizione delle strutture per la gestione del processo.

Un altro aspetto rilevante e alcune volte poco considerato, è quello di prestare particolare attenzione agli individui che lavorano nelle organizzazioni coinvolte nell'acquisizione.

Un funzionale processo di integrazione deve riuscire ad instaurare un rapporto di positività tra le persone delle diverse organizzazioni, che favorisca relazioni collaborative tra di loro e un'atmosfera di condivisione di competenze e conoscenze. In questo contesto, diventa di fondamentale importanza cercare di evitare il fenomeno del “*merger syndrome*”, il quale si riferisce allo stress, all'ansia e alla sensazione di impotenza dei dipendenti di fronte alle operazioni di acquisizione, poiché viene percepito come un evento negativo a causa della paura e dell'incertezza del buon esito dell'operazione<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Cortesi, A., 2008, *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano.

<sup>55</sup> Cortesi, A., 2008, *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano.

### 2.4.1. Interdipendenza strategica o autonomia organizzativa

Haspeslagh e Jemison (1991) definiscono l'integrazione ex post come "il processo di creazione di valore con un nuovo insieme di risorse che si ottiene quando due organizzazioni si fondono, bilanciando i benefici economici e i costi organizzativi coinvolti". Il loro lavoro è incentrato sul trasferimento e sull'applicazione di capacità strategiche, guidato da una logica di creazione di valore perseguita dall'impresa acquirente. Il trasferimento di competenze può avvenire sia con la condivisione di risorse operative sia con il trasferimento di specifiche capacità gestionali o di *know-how*. Nella loro strategia, le aziende devono stabilire in che misura le capacità delle organizzazioni vengono inglobate all'interno della nuova entità o mantenute separate all'interno dei confini delle imprese.

Haspeslagh e Jemison (1991) hanno creato un modello che attua un *trade-off* tra l'esigenza di interdipendenza delle imprese che si fondono e l'esigenza di autonomia dell'impresa *target*. Questo *trade-off* può essere descritto dalla matrice dell'integrazione rappresentata nella Figura 2.1.

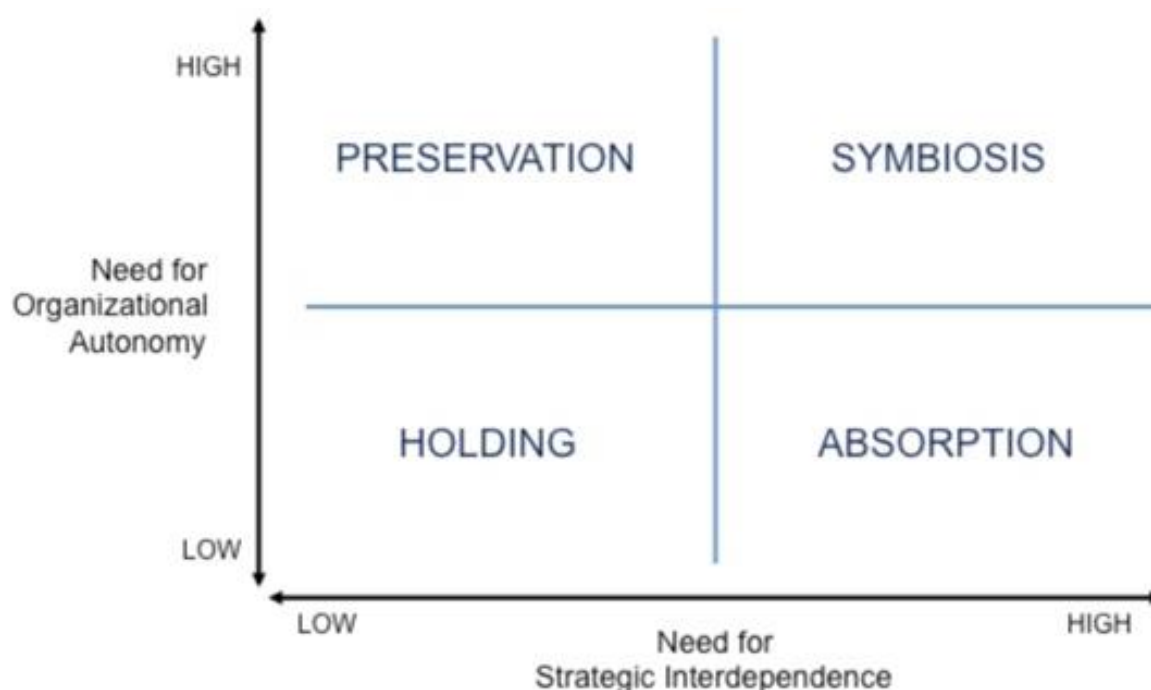


Figura 2.1: Matrice di integrazione. Fonte: Haspeslagh P. C., Jemison D. B., 1991, *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. 1<sup>st</sup> edition, Free Press.

Ai due estremi della matrice troviamo la *Preservation* (conservazione) e l'*Absorption* (assorbimento), mentre rappresentano un misto di interdipendenza e autonomia la *Symbiosis* (simbiosi) e l'*Holding*.

Viene adottato l'approccio *Preservation* quando la dipendenza reciproca è bassa, ma c'è un forte bisogno di autonomia per mantenere le capacità aziendali acquisite. Queste capacità devono essere coltivate dalla *holding* con interazioni mirate e limitate per perseguire i propri obiettivi strategici. L'acquirente può anche utilizzare l'acquisizione come opportunità di apprendimento. Le acquisizioni da parte di società di *Private equity* utilizzano spesso l'approccio di conservazione.

L'*Absorption* viene scelto in caso di un elevato livello di interdipendenza tra le aziende; richiede un consolidamento completo delle operazioni, della cultura e dell'organizzazione e la messa in comune delle risorse per evitare duplicazioni. L'impresa acquirente opterà per questo approccio se l'entità acquisita non necessita di un elevato grado di autonomia e se è possibile creare sinergie significative combinando le imprese. Un'operazione volta a ridurre la capacità in eccesso in un settore in declino richiede normalmente un approccio *Absorption*.

La *Symbiosis* si ha quando nessuna delle due aziende coinvolte è dominante nella nuova entità che si viene a creare con il processo di M&A, ma operano allo stesso livello, sostenendosi a vicenda. Inizialmente le due imprese coesistono, successivamente diventano sempre più interdipendenti. La simbiosi è un compromesso tra l'esigenza di un'elevata interdipendenza e quella di un'elevata autonomia per le capacità della *target*.

Infine, l'*Holding* è l'approccio scelto quando i vantaggi di una transazione derivano dalla condivisione delle risorse, senza o con pochissima integrazione. L'investimento dell'acquirente è passivo e giustificato più che altro da ragioni finanziarie o di diversificazione, al fine di ridurre il rischio o il costo del capitale.

#### **2.4.2. Problemi che si possono presentare nella fase di integrazione**

Dall'analisi di molteplici acquisizioni, si può evidenziare che i principali limiti della fase di integrazione sono principalmente causati da errori di visione strategica e dall'inefficienza operativa da parte del management. I problemi causati dall'integrazione causano le maggiori difficoltà, dispendiosità di tempo ed energie. L'errore più grande che si può attuare è provare a risolvere i problemi dell'integrazione solo successivamente all'avvenuta acquisizione, come se le sinergie che si prospettava di avere potessero realizzarsi in modo spontaneo e automatico solo per il fatto di aver acquisito una società<sup>56</sup>.

In particolare, i principali problemi che si possono presentare nella fase di integrazione sono:

---

<sup>56</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

- Determinismo, ovvero la tendenza a rimanere ancorati alla giustificazione originaria di fronte ad un'operazione di concentrazione che rivela una realtà diversa; l'errore sta nel non adattare la giustificazione iniziale al nuovo contesto venutosi a creare;
- Distruzione di valore per dipendenti e manager a seguito delle operazioni di M&A;
- Mancanza di una leadership idonea a far comprendere e accettare ai componenti delle diverse organizzazioni il fine dell'operazione, con lo scopo di creare una visione unificata delle due imprese.

Molte operazioni acquisitive sono fallite proprio a seguito di un non adeguato processo di integrazione. Uno dei maggiori problemi che si possono riscontrare riguarda il ricambio dirigenziale: spesso è utile mantenere nella nuova realtà aziendale i manager di entrambe le società, proprio perché questi dispongono delle conoscenze ed esperienze già avviate circa la loro azienda<sup>57</sup>. In alcuni casi, è fondamentale mantenere i manager della società *target* affinché un'operazione di M&A abbia successo<sup>58</sup>.

Altri problemi che si possono presentare durante la fase di integrazione possono essere<sup>59</sup>:

- Integrazione culturale e organizzativa;
- Generazione del consenso;
- Trasferibilità delle risorse e delle competenze;
- Contenimento dei tempi di adattamento e di risposta.

Dopo aver affrontato il problema del ricambio dei dirigenti, altro aspetto di fondamentale importanza è l'integrazione culturale e organizzativa; infatti, in questo contesto sono moltissime le barriere che possono ostacolare il processo integrativo. Queste barriere possono essere suddivise in:

- Barriere primarie, di tipo culturale;
- Barriere secondarie, legati ai modelli di comportamento delle persone e alle procedure organizzative interne.

La cultura aziendale è l'insieme dei valori, idee, comportamenti e consuetudini che caratterizzano il *modus operandi*. Queste barriere culturali si esprimono attraverso l'espressione di diverse culture che, a loro volta, comportano altrettanti diversi modelli di comportamento.

Le distanze culturali possono avere un impatto sul processo di integrazione, sulla sua efficacia e sul successo nella creazione di valore.

---

<sup>57</sup> Krug Jeffrey A., Wright P., Kroll Mark J., 2014, *Top Management turnover following mergers and acquisition: solid research to date but still much to be learned*, The Academy of Management Perspectives, volume 28, N. 2, pagg. 147-163.

<sup>58</sup> Dunbar, Keith J., 2014, *The leaders who make M&A work*, Harvard Business Review, volume 92, issue 9, pagg. 28.

<sup>59</sup> Conca, V., 1993, *La gestione ex-post dei processi di M&A*, Italia Oggi.

Gli studi in questo campo sono iniziati all'inizio degli anni '80, quando il processo è stato visto, per la prima volta, come un tentativo di combinare le culture di organizzazioni diverse e non come una semplice operazione strategica. In particolare, Buono et al. (1985) hanno considerato la fusione come una "collusione culturale", in cui lo shock per i suoi membri può ridurre significativamente i benefici attesi dalla nuova impresa. La cultura rappresenta una parte fondamentale di un'organizzazione, come la personalità di un individuo, e il livello di adattamento culturale tra le imprese che si fondono è positivamente correlato al successo di un matrimonio, mentre le fusioni tra alcune culture incompatibili possono risultare un disastro<sup>60</sup>.

Successivamente, Schweiger et al. (1994) hanno proposto un'integrazione in cui la catena del valore dell'impresa che si fonde viene riconfigurata per raggiungere gli obiettivi di creazione di valore della *holding*. Questa riconfigurazione ha tre dimensioni: tecnica, politica e culturale. Il concetto si basa sull'idea che la catena del valore non è solo una configurazione tecnica, ma è anche legata alle interazioni sociali e politiche che influenzano la motivazione e il comportamento dei lavoratori.

Per misurare la distanza culturale tra le imprese che si combinano e, quindi, per valutare le diverse opzioni di acquisizione, David e Singh (1994) hanno introdotto un parametro, il cosiddetto rischio culturale. L'acquirente deve considerare, oltre alle questioni strategiche, anche il rischio culturale. Questo parametro dipende da molti fattori, tra cui:

- Se si verifica un'integrazione operativa, il tentativo di creare sinergie comporta un rischio culturale maggiore;
- La divisione da integrare e le sue sottoculture;
- La modalità di integrazione perseguita dall'acquirente.

In un'indagine più recente, Schweiger e Goulet (2005) sostengono che il raggiungimento della giusta mentalità dei dipendenti nei confronti dell'integrazione non è una questione di limitare le acquisizioni a imprese con simili culture, ma piuttosto riguarda la capacità di gestire le differenze culturali attraverso l'apprendimento culturale. Quest'ultimo ha portato a una maggiore consapevolezza interculturale, comprensione e comunicazione, oltre che a una maggiore cooperazione e integrazione.

Un punto cruciale sulla cultura è che i manager non dovrebbero eliminare le differenze, ma capire quali sono fondamentali e quindi dovrebbero essere preservate e mantenute<sup>61</sup>.

La cultura deve essere al centro dell'attenzione nella fase di integrazione, altrimenti può compromettere la possibilità di creare valore; i manager devono considerare che è improbabile che i dipendenti cambino le loro

---

<sup>60</sup> Cartwright S., Cooper C. L., 1993, *The Role of Culture Compatibility in Successful Organization Marriage*. Academy of Management Executive, vol. 7, no. 2, pp. 57-70.

<sup>61</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

convinzioni culturali e che, d'altra parte, la cultura è significativamente legata al valore aziendale. Legando la cultura alla creazione di valore e individuando e modificando comportamenti specifici quando necessario, la cultura può essere utilizzata come un modo efficace per raggiungere gli obiettivi di integrazione ex post.

Oltre a tali problemi culturali, vi sono quelli di natura comportamentale, le abitudini che variano da impresa ad impresa. Basti pensare alle differenze comportamentali che possono avere, ad esempio, un'impresa domestica ed una multinazionale, le quali hanno sicuramente comportamenti, modi di operare e modi di pensare completamente diversi.

Per ridurre i problemi e le incertezze, è opportuno evitare situazioni impositive, poco efficaci, ed utilizzare una comunicazione adatta, in modo da favorire la condivisione di obiettivi, lo sviluppo delle varie fasi del processo integrativo, definendo con chiarezza le persone e le risorse coinvolte. In questo modo si evita la circolazione di informazioni distorte e problematiche di asimmetria informativa.

## **2.5. L'impatto delle macrofasi del processo acquisitivo sulla creazione di valore**

Dopo aver ampiamente esposto le tre macrofasi del processo acquisitivo, si può ragionevolmente sostenere che queste hanno dei fattori critici peculiari ed ognuna coinvolge risorse diverse.

Come è stato detto dal principio, l'obiettivo principale dell'acquisizione è la creazione di valore ed è necessario, quindi, intuire dal principio le caratteristiche delle diverse macrofasi e come queste influenzano questo valore generabile.

L'impatto sul valore della fase strategica preventiva risulta ancora minima in quanto non si avrebbe alcun effetto sulla creazione di valore se l'impresa decidesse di passare alla successiva fase di negoziazione; mentre, se si decidesse di non procedere con l'operazione di acquisizione, si perderebbe esclusivamente un'opportunità.

La macrofase della negoziazione ha un effetto sostanziale sul valore, poiché è in questo momento che si realizzano le condizioni di passaggio dalla società acquisita a quella acquirente.

Infine, l'ultima macrofase dell'integrazione è quella che impatta maggiormente sul valore generato: nel caso in cui questa fase sia sviluppata con successo, si avrà il pieno utilizzo delle sinergie attese e i conseguenti vantaggi che esse apporteranno (creazione di valore per gli azionisti); in caso di insuccesso nello svolgimento dell'integrazione, oltre a non ottenere i benefici sperati, si può andare incontro alla distruzione di valore.



# I METODI DI VALUTAZIONE E IL VALORE DELLE SINERGIE

### 3.1. La valutazione aziendale

La valutazione di un'azienda consiste in un'attività complessa, finalizzata alla definizione del valore della società mediante la sintesi e l'applicazione di metodologie, principi, competenze ed esperienze, combinati nel processo valutativo aziendale. La valutazione viene svolta dalle imprese a seguito di operazioni di finanza straordinaria o a supporto di decisioni nell'ambito di *corporate finance*; viene attuata da figure professionali quali *investment bank*, *merchant bank*, *equity analyst*, *financial advisory*, *private equity funds*, *venture capital investors*, società di revisione, commercialisti e periti.

L'obiettivo del processo valutativo varia a seconda del contesto in cui si manifesta concretamente la necessità<sup>62</sup>:

- gestione del portafoglio: il processo di valutazione è fondamentale per un'efficace strategia di investimento, risultando cardinale per gli investitori attivi. Fra questi ultimi, gli investitori che utilizzano strategie di *market timing*<sup>63</sup> utilizzano la valutazione meno di quanto lo facciano investitori che operano secondo l'attività di *stock picking*<sup>64</sup>;
- analisi dei processi di acquisizione (operazioni di M&A): prima di formulare l'offerta e intavolare la trattativa riguardante il prezzo, il potenziale acquirente deve stimare un valore consono per la società *target*, il quale comprenda il valore delle sinergie derivanti dal nuovo complesso aziendale, nonché comprensivo del valore sul controllo (riferito alla ristrutturazione o alla sostituzione del management dell'azienda che viene acquisita). Il venditore, a sua volta, dovrà determinare un valore adeguato secondo il quale decidere se accettare o declinare l'offerta;
- attività di *private equity* e di *venture capital*: con il fine di definire l'opportunità e l'ammontare dell'apporto di capitale proprio all'interno di una società non quotata con prospettive di crescita, le *corporate venture capital* e i fondi di *private equity* attuano un processo di valutazione dell'azienda

---

<sup>62</sup> Damodaran, A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore; Borsa Italiana, 2004, *Guida alla valutazione*.

<sup>63</sup> Il termine *market timing* identifica una strategia di investimento che mira all'individuazione del momento migliore per investire o disinvestire il proprio capitale nei mercati finanziari, mirando ad ottenere il maggior profitto possibile.

<sup>64</sup> Con il termine *stock picking* si identifica l'attività di ricerca di società quotate che offrono le maggiori opportunità potenziali di rivalutazione. È un'attività che determina il valore teorico delle società sulla base di parametri ritenuti più consoni dai cosiddetti *stock pickers*. Una volta individuato il valore ipotetico, quest'ultimo viene confrontato con la valutazione corrente di Borsa, segnalando così le aziende maggiormente sottovalutate, quali candidate a divenire parte del portafoglio azionario.

stessa, stimando il presumibile valore di realizzo della partecipazione acquisita (*exit value*) con il quale si ottiene un determinato tasso interno di rendimento (TIR)<sup>65</sup>;

- quotazione nei mercati finanziari: il processo valutativo, quando una società decide quotarsi, determina il prezzo di collocamento (*pricing*) dei titoli nell'*Initial Public Offering* (IPO);
- finalità interne o di auto-diagnosi: la valutazione può essere finalizzata a supportare scelte di gestione, quali la pianificazione strategica, la selezione di strategie alternative, la misurazione del valore creato; nel caso di aziende quotate, il processo valutativo permette di attuare un confronto con il prezzo espresso dal mercato (*fairness opinion*) e la comunicazione agli azionisti riguardo la creazione di valore;
- motivazioni legali e fiscali: la valutazione può essere svolta nel caso di ingresso di un nuovo socio o in caso di un suo recesso; inoltre, in caso di perizie ai fini fiscali, valutazione di danni, consulenze tecniche per magistrati, consulenze tecniche per arbitrati,

Il processo valutativo aziendale, in tale ambito, mira a definire la stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa tra le controparti, svolgendo una funzione strumentale alla negoziazione. L'ammontare definitivo del prezzo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nella trattativa e dalle loro rispettive volontà a concludere l'operazione.

Nel seguente paragrafo, analizzeremo i principali metodi di valutazione che le aziende decidono di adottare nel processo valutativo.

### 3.2. I principali metodi di valutazione

A seconda delle caratteristiche dell'azienda presa in analisi, del contesto in cui essa opera, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità del processo di valutazione, possono essere utilizzati differenti metodologie di valutazione, eventualmente integrabili fra loro. Solitamente, si affianca ad un metodo "principale" quello ritenuto più idoneo alla situazione di analisi, definito "metodo di controllo", il quale ha lo scopo di verificare e supportare l'attendibilità del risultato ottenuto<sup>66</sup>. Non esiste, infatti, una metodologia ritenuta superiore in assoluto rispetto alle altre e da considerarsi tale in ogni frangente.

---

<sup>65</sup> Il tasso interno di rendimento (TIR) è una metrica utilizzata nell'analisi finanziaria per stimare la redditività di potenziali investimenti. In un'analisi dei flussi di cassa attualizzati, il TIR è quel tasso di sconto che rende il valore attuale netto (VAN) di tutti i flussi di cassa pari a zero.

<sup>66</sup> Pozzoli, S., 2013, *Valutazione d'azienda*. Ipsoa.

Secondo la dottrina aziendalistica, la metodologia di valutazione che si intende adottare deve possedere determinati requisiti/postulati<sup>67</sup>:

- razionalità: il processo deve seguire uno schema logico, evidente e coerente, supportato da un fondamento teorico solido, riconosciuto dalla dottrina;
- dimostrabilità: si deve poter attribuire ai parametri e alle variabili della formula valutativa grandezze certe ed affidabili, risultanti da dati contabili ed oggettivamente osservabili;
- neutralità: la metodologia utilizzata deve prescindere dagli interessi delle parti coinvolte e dai pregiudizi riferiti a colui che svolge la stima;
- stabilità: la valutazione effettuata può essere riesaminata esclusivamente a seguito ad eventi straordinari e oggettivamente provabili.

Una prima suddivisione dei metodi di valutazione distingue quelli assoluti, basati sui fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari), da quelli relativi, nei quali il valore viene stimato per relazione. I metodi assoluti vengono definiti “metodi diretti”, poiché si valuta la società sulla base di caratteristiche direttamente afferenti alla stessa; nel caso dei metodi relativi si parla, invece, di “metodi indiretti”, in quanto il valore economico dell’impresa viene determinato per comparazione con società simili sul mercato, facendo ricorso ai cosiddetti “moltiplicatori”.

Le valutazioni assolute, definite anche valutazioni “analitiche”, stimano grandezze che possono essere flussi, *stock* o grandezze miste. Infatti, in tale ambito, vi sono fondamentalmente tre tipi di approcci valutativi<sup>68</sup>:

- l’approccio basato sui flussi di risultato, nel quale rientra il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF) e quello reddituale;
- l’approccio basato sugli *stock*, appartenente al metodo patrimoniale (semplice o complesso);
- l’approccio basato sul concetto di *economic profit* o *excess return*, al quale fanno parte l’*Economic Value Added* (EVA) e il metodo misto.

Le valutazioni relative, definite anche “empiriche”, si basano sulla costruzione di multipli di mercato, indicatori che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e determinate variabili economiche aziendali (fatturato, patrimonio netto, margine operativo, etc.) riguardanti un insieme di imprese ritenute *comparables*, e sulla successiva applicazione dei *ratio* ottenuti dalle variabili economiche della società oggetto del processo valutativo, giungendo in questo modo al valore della medesima.

---

<sup>67</sup> Per ulteriori approfondimenti in merito consultare: Massari M., Zanetti L., 2004, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano; Pozzoli, S., 2013, *Valutazione d’azienda*. Ipsoa; Guatri L., Bini M., 2009, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea.

<sup>68</sup> Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.

I multipli possono riferirsi a prezzi formatisi sul mercato borsistico o sul mercato del controllo, distinguendo le seguenti tipologie:

- gli *stock market multiple*, i quali si riferiscono alle quotazioni di un campione di aziende definite *comparables*;
- i *deal multiple*, inerenti ai prezzi negoziati per l'acquisizione di pacchetti azionari di controllo di società omogenee.

Le metodologie di valutazione basate sui flussi di risultato, sia reddituali che finanziari, conducono a stime decisamente significative nelle valutazioni inerenti alle operazioni di M&A, nelle autodiagnosi e nelle varie forme di gestione strategica del valore dell'impresa.

Tale metodologia esprime il valore dell'azienda in funzione della capacità del business di generare cassa o di produrre reddito, strutturandosi in tre macrofasi:

1. quantificazione dei flussi di risultato rilevanti: i flussi di cassa attesi (*cash flows*) per gli approcci finanziari e i flussi di reddito futuri per i metodi reddituali;
2. selezione di un adeguato tasso di attualizzazione: deve risultare coerente con la metodologia di valutazione condotta e riflettere adeguatamente le incertezze e i rischi associati all'attività oggetto di analisi. Si può far ricorso al costo opportunità, ovvero il rendimento che il mercato offre per investimenti alternativi caratterizzati dal medesimo livello di rischio, o al costo del capitale, inerente alle caratteristiche economico-finanziarie della società e, di conseguenza, più attinente al contesto valutato;
3. definizione dell'orizzonte temporale di riferimento: con il fine di valutare imprese in funzionamento a regime e con previsione di vita illimitata viene definito un arco temporale indefinito; viene definito un periodo di tempo limitato laddove si ha l'intenzione di valutare un investimento, dove il periodo preso in considerazione è funzione del tempo necessario affinché l'operazione possa produrre i flussi attesi.

Nei seguenti paragrafi, in virtù di quanto detto, verranno approfonditi l'approccio finanziario, vedendo nel dettaglio il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), e la metodologia dei multipli di mercato, ovvero i due approcci utilizzati nella valutazione del caso studio, oggetto del presente elaborato.

### 3.3. L'approccio finanziario: il *Discounted Cash Flow model*

Il *Discounted Cash Flow* (DCF), metodologia di valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati, di origine anglosassone, esprime il valore di un business in funzione della capacità di ottenere adeguati livelli di cassa che soddisfano le aspettative di remunerazione degli investitori. Il modello si basa sull'assunto che il valore dell'impresa sia pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi (*Free Cash Flows*, FCF) i quali vengono generati in maniera previsionale nell'orizzonte del *Business Plan*, e del *Terminal Value* (TV), il quale esprime il valore del complesso aziendale nel periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. I flussi di cassa vengono attualizzati ad un tasso prescelto ( $k$ ), il quale deve essere comprensivo della rischiosità dei *cash flow* attesi dall'investimento.

La formula è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{TV_n}{(1+k)^n}$$

Dove:

$EV$  = Enterprise Value

$FCF_t$  = Flussi di cassa operativi al tempo  $t$

$k$  = Tasso di attualizzazione

$TV_n$  = Terminal Value al tempo  $n$

Per quanto riguarda il calcolo del *Terminal Value*, può essere determinato attraverso due metodologie: applicando il tasso di crescita perpetua ai flussi operativi (*perpetuity*), oppure utilizzando i moltiplicatori.

La prima metodologia calcola il *Terminal Value* capitalizzando il flusso di cassa dell'anno  $n$ -esimo (ultimo anno di previsione), incrementato di un tasso di crescita perpetua  $g$ <sup>69</sup> ad un opportuno tasso, come possiamo evincere dalla seguente formula:

$$TV_n = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(k^{70} - g)}$$

Il secondo metodo, quello dei multipli di uscita, consiste nel moltiplicare una quantità economica (fatturato, *cash flow*, EBITDA, EBIT, etc.) prevista per l'anno  $n$ -esimo, per un valore derivante dal confronto con il mercato, attualizzando il valore ottenuto alla data di riferimento della stima.

---

<sup>69</sup> Per calcolare il tasso di crescita  $g$  si può far ricorso alla proiezione dei tassi medi di crescita osservati negli anni precedenti o attuare una proiezione basata sugli indicatori fondamentali della società e sulle informazioni macroeconomiche del settore di appartenenza, come ad esempio la crescita del PIL o dei tassi di interesse.

<sup>70</sup> Viene utilizzato il costo dell'equity  $K_e$  se i flussi di cassa sono *levered*, mentre il costo medio ponderato del capitale (WACC) se i flussi utilizzati sono *unlevered*.

La valutazione tramite il *Discounted Cash Flow model* può essere approcciata in due modi<sup>71</sup>:

1. dal punto di vista di tutti gli investitori, si parla di valutazione dell'intera azienda o del suo capitale investito (*valore asset side*). L'*Enterprise Value* (EV), il valore dell'azienda, si ottiene attualizzando i *Free Cash Flows from Operations* (FCFO), ovvero i flussi di cassa attesi disponibili per gli investitori, al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), ovvero al costo medio ponderato del capitale. Per ottenere l'*Equity Value*, bisogna detrarre dall'*Enterprise Value* il valore della Posizione finanziaria netta (*Net Financial Position*, NFP), calcolata come differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide, cui vanno sommati gli eventuali *surplus asset*, componenti accessorie dell'attivo patrimoniale dell'impresa non riconducibili al core business della società. I flussi generati dalla gestione caratteristica vengono definiti *unlevered*, essi costituiscono la remunerazione disponibile per tutti i finanziatori dell'impresa. Una variante di questo approccio è rappresentata dal metodo dell'*Adjusted Present Value* (APV), il quale, partendo dal valore della società in assenza di debito (*unlevered*), considera successivamente i benefici e i costi attesi dovuti all'indebitamento;
2. dal punto di vista degli azionisti, si parla di valutazione del capitale netto (*valore equity side*). L'*Equity Value*, ovvero il valore del patrimonio netto, si determina dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flows to Equity*, FCFE) al costo del capitale netto ( $K_e$ ). I *Free Cash Flows to Equity* vengono definiti "*levered*" poiché vengono calcolati al netto degli oneri finanziari, considerando sia la struttura finanziaria che la remunerazione dei terzi creditori; il flusso residuale che ne risulta viene adoperato interamente per gli azionisti. Il *Dividend Discount Model* (DDM), ovvero il modello di attualizzazione dei dividendi, è un caso specifico di valutazione del capitale netto, in cui il valore dell'*equity* viene determinato tramite il valore attuale dei dividendi futuri attesi. Il *Dividend Discount Model* potrebbe non essere in grado di catturare la reale capacità della società di generare flussi di cassa per gli azionisti in quanto la maggior parte delle aziende distribuisce somme di dividendi inferiori alla reale possibilità di distribuzione di questi ultimi, mentre la stima dell'*Equity Value* effettuata attualizzando i FCFE risulterà più realistica e appropriata.

Vediamo ora nel dettaglio i vari input del *Discounted Cash Flow model*, i quali sono:

- *Free Cash Flows*;
- Tasso di attualizzazione;
- Stima della distribuzione temporale;
- Tasso di crescita dei flussi.

---

<sup>71</sup> Damodaran A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.

Se applicati in modo corretto e coerente, i due approcci *asset side* ed *equity side* dovrebbero fornire la stessa stima dell'*Equity Value*. I *Free Cash Flows from Operations* (FCFO) vengono determinati al lordo degli oneri finanziari e non subiscono gli effetti di variazioni dell'indebitamento; al contrario, *Free Cash Flows to Equity* (FCFE) sono stimati al netto di emissioni e rimborso dei debiti esistenti e, di conseguenza, sarà necessario ipotizzare come varierà l'indice di indebitamento nel tempo.

I *cash flow* stimati possono essere attualizzati utilizzando il costo medio ponderato del capitale (WACC) o il costo del capitale netto. Quest'ultimo è il tasso di sconto maggiormente utilizzato in quanto presenta maggiore specificità al caso concreto e un diretto riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie della società oggetto del processo di valutazione. Se i flussi di cassa da attualizzare sono i *Free Cash Flows from Operations* (FCFO), il tasso di attualizzazione appropriato da utilizzare sarà il WACC; mentre, in presenza di dividendi o di *Free Cash Flows to Equity* (FCFE) il tasso di attualizzazione più opportuno da utilizzare è il costo del capitale proprio  $K_e$ .

Per quanto concerne la stima della distribuzione temporale, le metodologie di valutazione che si basano sui flussi, finanziari o reddituali, necessitano di una previsione dell'arco temporale all'interno del quale dovrà avvenire la valutazione, periodo che viene considerato indeterminato nel caso in cui si intenda valutare una società che si presume abbia vita illimitata. Inoltre, è opportuna la definizione del momento temporale a partire dal quale si assume che la società cresca ad un tasso sostenibile (*stable growth*) e dal quale sarà possibile determinare il *Terminal Value*, il quale verrà sommato alla sommatoria dei flussi attualizzati riferiti al periodo di previsione analitica.

Per quanto concerne il tasso di crescita  $g$ , per i *Free Cash Flows from Operations* (FCFO) si farà riferimento al tasso di crescita del reddito operativo, il quale misura il rendimento per tutti gli investitori; mentre, in caso di *Free Cash Flows to Equity* (FCFE) ci si basa sulla crescita dell'utile netto o degli utili per azione, le quali sono misure del rendimento per gli azionisti.

Per quanto riguarda il tasso di crescita stabile, viene assunto che anche le altre misure di performance dell'impresa, come i ricavi, gli utili, i reinvestimenti, i dividendi, crescano allo stesso tasso in quanto deve essere un tasso che durerà in perpetuo. Inoltre, nella pratica, viene seguita una regola per definire un limite massimo per il tasso di crescita stabile: non deve superare il tasso *risk free* utilizzato in un processo valutativo. Il tasso privo di rischio, infatti, può essere scomposto in un tasso di inflazione attesa e in un tasso di interesse reale atteso; nel lungo termine, ipotizzando che il tasso di crescita reale dell'economia sarà pari al tasso di interesse reale, seguirà che il tasso *risk free* può essere considerato una corretta approssimazione del tasso di crescita nominale dell'economia.

Possiamo ora adattare quanto visto ai due diversi approcci del metodo finanziario che vengono utilizzati comunemente per la valutazione delle aziende: l'*Asset side approach* e l'*Equity side approach*.

### 3.3.1. Asset side approach

Come già evidenziato anche in precedenza, a differenza dell'*Equity side approach*, il quale permette di valutare direttamente l'*Equity value* dell'azienda, l'*Asset side approach* consente di stimare l'*Enterprise Value* focalizzandosi sulle attività operative della medesima e sui *cash flows* destinati alla remunerazione di tutti i finanziatori dell'azienda. Si perverrà poi al valore dell'*equity* indirettamente, sottraendo all'*Enterprise Value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta (PFN) e sommando il valore degli eventuali *surplus assets* (SA). Riportiamo di seguito la formula:

$$W = EV - PFN + SA$$

Dove:

$W$  = valore del capitale netto della società;

$EV$  = Enterprise Value;

$PFN$  = Posizione Finanziaria Netta della società;

$SA$  = valore degli eventuali surplus assets.

L'*Enterprise Value* viene determinato dall'attualizzazione dei *Free Cash Flows from Operations* (FCFO), riferiti al periodo di previsione esplicita, del *Terminal Value*, riferito al periodo di crescita stabile perpetua, al costo medio ponderato del capitale (WACC), il quale, come detto in precedenza, viene preferito al costo opportunità in quanto riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo che finanziario, risultando più puntuale per il processo valutativo. Le formule sono le seguenti:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

Dove:

$EV$  = Enterprise Value;

$TV_n$  = Terminal Value, riferito all'anno  $n$  (fine della fase di previsione esplicita);

$FCFO_t$  = flusso di cassa operativo nell'anno  $t$  di previsione esplicita;

$FCFO_{n+1}$  = flusso di cassa operativo atteso nel primo anno di crescita stabile;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale

$WACC_n$  = costo medio ponderato del capitale riferito alla fase di crescita stabile;



$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei flussi di cassa operativi.

Nel caso di aziende, le quali si trovano già nello stato di maturità, si avrà un modello FCFO a crescita costante, la cui formula diviene la seguente:

$$EV = \frac{FCFO_1}{(WACC - g_n)}$$

Dove:

$FCFO_1$  = flusso di cassa atteso nel prossimo anno, il quale si considererà perpetuo

WACC = costo medio ponderato del capitale;

$g_n$  = tasso di crescita perpetuo dei flussi di cassa operativi.

### **3.3.1.1. Stima del *Free Cash Flows from Operations* (FCFO)**

Per calcolare i flussi di cassa *unlevered*, comunemente indicati come FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*), bisogna partire dal Risultato operativo, l'EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*), il quale misura la capacità dell'impresa di autofinanziarsi. All'EBIT vengono sottratte le imposte specifiche calcolate sullo stesso, ottenendo il NOPAT (*Net Operative Profit After Taxes*); in seguito, vengono sommati gli ammortamenti, le svalutazioni ed altre voci non monetarie; vengono sottratti gli impieghi netti di capitale circolante netto commerciale (CCNC) e gli utilizzi dei fondi; viene sottratta la spesa netta per gli investimenti strutturali (*CAPital EXpenditure*, CAPEX); infine, vengono considerate altre voci residuali di natura accessoria o straordinaria, giungendo alla stima dei FCFO.

Di seguito, viene riportato lo schema riassuntivo per il calcolo dei *Free Cash Flow from Operations* (FCFO).

## **Risultato operativo (EBIT)**

– imposte sul risultato operativo

---

### **= Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)**

+ ammortamenti

+ svalutazioni, accantonamenti e altre poste non monetarie

---

### **= Flusso di cassa operativo**

+/- decrementi/incrementi di capitale circolante netto commerciale (CCNC)

– variazioni fondi

---

### **= Flusso di cassa operativo corrente**

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni materiali

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni immateriali

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni finanziarie

---

### **= Flusso di cassa dopo gli investimenti**

+/- altre poste di natura accessoria o straordinaria

---

### **= *Free Cash Flow from Operations* (FCFO)**

Per la determinazione del NOPAT, vi sono due metodologie per determinare le imposte sul risultato operativo:

- determinare l'incidenza media degli oneri fiscali storici (considerando i 2-3 esercizi precedenti), rapportando la voce “imposte di esercizio” e “utile ante imposte”, ottenendo una misura che contempla un onere effettivo;
- applicare l'aliquota teorica di riferimento (marginale), in Italia pari alla sommatoria tra IRES e IRAP.

Gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni vengono definiti “costi non monetari”, poiché la loro manifestazione finanziaria si è verificata nel passato o deve ancora verificarsi, non comportando, dunque, un'uscita di cassa. Per tanto, tali valori devono essere eliminati in quanto presentano alcuna incidenza sulla liquidità.

Riguardo al *working capital*, ovvero il capitale circolante netto commerciale (CCNC), possiamo evincere questa analisi:

- un aumento dei crediti operativi o delle rimanenze comporta un assorbimento di liquidità, la quale deve essere sottratta dall'EBIT;
- un aumento dei debiti operativi sta ad indicare una maggiore liquidità trattenuta, la quale deve essere sommata all'EBIT.

Per quanto concerne i fondi, invece, deve essere rilevata la parte che di essi è stata utilizzata, evidenziando quella parte di costo accantonato nel fondo che è diventato reale, trasformandosi in un'uscita finanziaria. Ad esempio, se abbiamo una variazione del fondo inferiore all'accantonamento effettuato, sta ad indicare un suo utilizzo, il quale deve essere sottratto.

Inoltre, l'acquisizione di asset strutturali determina una riduzione di liquidità, mentre la cessione di asset strutturali comporta un aumento della liquidità.

Infine, nel computo vengono considerati voci residuali derivanti dalla gestione accessoria o straordinaria, le quali contribuiscono a generare liquidità per gli investitori. Bisogna prestare particolare attenzione a tali voci quando si stimano i flussi futuri in via previsionale, poiché si tratta di valori difficilmente individuabili a priori e di incerta ricorrenza in quanto non sono legati al *core business* dell'impresa oggetto del processo valutativo.

### 3.3.1.2. Stima del WACC come tasso di attualizzazione

Nell'*Asset side approach*, i *cash flow* disponibili per tutti gli investitori vengono attualizzati utilizzando il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC)<sup>72</sup>. Il tasso di sconto dovrebbe riflettere la rischiosità associata ai flussi di cassa, dove il costo dell'equity ( $K_e$ ) include un premio per il rischio azionario e il costo del debito ( $K_d$ ) un premio per remunerare il rischio di *default*.

Infatti, il costo medio ponderato del capitale è un aggregato che riflette il costo complessivo delle fonti di finanziamento dell'azienda ponderate per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria.

$$WACC = K_e * \frac{E}{(D + E)} + K_d * (1 - \tau) * \frac{D}{(D + E)}$$

---

<sup>72</sup> Damodaran A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.

*Dove:*

$WACC$  = *costo medio ponderato del capitale;*

$K_e$  = *costo dell'equity;*

$K_d * (1 - \tau)$  = *costo del debito netto al netto dell'imposizione fiscale;*

$E$  = *Equity*

$D$  = *Debito netto;*

Per la stima del WACC è necessario definire i pesi di ciascuna fonte di finanziamento all'interno della struttura finanziaria, i quali vengono determinati sulla base del valore corrente del patrimonio dell'impresa e su quello del debito. Alternativamente, può essere adoperato un rapporto di indebitamento obiettivo di medio periodo o, altrimenti, una stima puntuale con cadenza annuale.

Il  $K_e$  (*cost of equity*) rappresenta il tasso di rendimento minimo che un'azienda deve offrire ai propri azionisti a seguito dei finanziamenti da essi apportati.

Il  $K_d$  (*cost of debt*), invece, è pari al costo del debito a medio-lungo termine al netto dell'effetto fiscale. Il costo dei fondi presi a prestito dall'azienda per finanziare il proprio business dipende dal rischio di insolvenza dell'impresa percepito dal creditore: all'aumentare di tale rischio *firm specific*, il soggetto che ha finanziato l'impresa richiederà dei *default spread* più elevati, facendo divenire il debito più oneroso.

I coefficienti di ponderazione possono essere calcolati considerando il valore contabile di ciascuna fonte di finanziamento o considerando il loro valore di mercato. Solitamente, i pesi di ponderazione utilizzati si riferiscono al valore di mercato, dato che l'approvvigionamento di nuovi fondi avviene a prezzi di mercato.

Per le aziende quotate, il valore di mercato del capitale netto è dato dal prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il prezzo corrente dell'azione; mentre, per le società non quotate, vengono adoperati i multipli dell'utile netto (P/E) o del fatturato (P/S) di imprese *comparables* che operano nello stesso settore.

Per quanto riguarda il valore di mercato del capitale di debito, a seguito dell'esiguo numero di società aventi obbligazioni dotate di un *rating* sul mercato e dato che la maggior parte del debito di un'impresa è data da finanziamenti bancari, viene assunto che il valore contabile del capitale di debito corrisponda al valore di mercato.

### 3.3.2. *Equity side approach*

A differenza dell'*Asset side approach*, il modello *Equity side* consente di valutare direttamente il capitale netto di un'impresa (*equity value*). Con questo approccio vengono preferiti i *Free Cash Flows to Equity* (FCFE), ovvero i flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Con l'*Equity side approach*, i *cash flow*, definiti anche flussi di cassa *levered*, dell'impresa oggetto del processo valutativo vengono definiti al netto dei costi operativi, del rimborso dei debiti, degli oneri finanziari, degli investimenti nelle immobilizzazioni e degli altri investimenti effettuati per garantire la crescita della società<sup>73</sup>.

Di seguito, è possibile evincere come si giunge alla determinazione del flusso di cassa disponibile per gli azionisti, partendo dal flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori.

#### **Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm, FCFF*)**

- Interessi

+ Scudo fiscale sugli interessi

+/- Variazione debito finanziario

---

**= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity, FCFE*)**

Con questo approccio, i *free cash flows* vengono attualizzati con il costo del capitale, il  $K_e$  (*cost of equity*), il quale rappresenta il tasso di rendimento minimo richiesto dagli investitori, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Il CAPM si basa su due ipotesi chiave:

1. non esistono costi di transazione;
2. non esistono informazioni non pubbliche.

Questo permette agli investitori di ottenere un portafoglio di mercato, detenendo tutte le attività trattate sul mercato. Ciò che varia per gli investitori è la quota dei loro patrimoni che decidono di investire nel portafoglio di mercato e quella che investono nel titolo *risk free*.

---

<sup>73</sup> Franceschi L. F., Comi L., 2015, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. EDUCatt.

Un'attività presenta un rischio specifico se essa si muove indipendentemente dal portafoglio di mercato e può essere attenuato o eliminato tramite una strategia di diversificazione; mentre, l'attività aumenterà il suo rischio se segue l'andamento del mercato.

Attraverso il CAPM, il rendimento atteso di un'attività  $i$ , equivalente al costo del capitale proprio  $K_e$ , può essere determinato con la seguente formula:

$$r_i = K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove:

$r_i$  = rendimento attività  $i$ ;

$r_f$  = rendimento titolo *free risk*;

$\beta$  = rischio sistematico;

$r_m$  = rendimento medio di mercato;

$(r_m - r_f)$  = *risk premium*.

Un investimento *risk free* è un'attività per la quale è conosciuto il rendimento atteso, dove non vi sussiste il *default risk*, ovvero il rischio di insolvenza. In genere, un investimento *risk free* è considerato un investimento effettuato in titoli emessi dallo Stato. Alcune volte, però, molti Paesi presentano un *sovereign default risk*, il quale può rendere più ardua la stima del tasso ricercato.

Il tasso *risk free* adoperato è, nella maggior parte dei casi, di lungo periodo e viene considerata una buona approssimazione l'utilizzo di titoli di Stato a dieci anni.

Il *risk premium*, ovvero il premio per il rischio, misura il rendimento addizionale richiesto in media dagli investitori per scegliere di investire nel portafoglio di mercato e non scegliere l'investimento *risk free*.

Il *risk premium* è funzione dell'avversione degli investitori al rischio, dove maggiore è l'avversione al rischio per un investitore e maggiore sarà il *premium* richiesto, e da quanto è rischioso investire nel portafoglio di mercato.

Il *risk premium* può essere determinato attraverso i seguenti approcci<sup>74</sup>:

- condurre una *survey* tra i gestori di fondi, i quali sono i maggiori investitori, con lo scopo di evincere quali solo le loro aspettative;
- dall'analisi dei dati storici, valutare i premi effettivamente ottenuti nel passato;
- stimare il premio implicito nei dati correnti di mercato.

---

<sup>74</sup> Damodaran A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.

Per quanto riguarda  $\beta$ , ovvero il coefficiente beta, esso misura il rischio sistematico della società, in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto al rendimento del mercato.

Il beta di un'attività  $i$  viene determinato dal rapporto tra la covarianza dell'attività con il portafoglio di mercato e la varianza del portafoglio di mercato, come è possibile evincere dalla seguente formula:

$$\beta_i = \frac{Cov_{im}}{\sigma_m^2}$$

*Dove:*

$\beta_i$  = beta dell'attività  $i$ ;

$Cov_{im}$  = covarianza tra  $r_i$  e  $r_m$ ;

$\sigma_m^2$  = varianza del portafoglio di mercato.

Le attività con maggior rischio avranno un beta maggiore di 1, mentre le attività meno rischiose presenteranno un beta inferiore a 1; invece, è facilmente intuibile che il beta del portafoglio di mercato sia pari a 1 e il beta del titolo *risk free* sia uguale a 0.

Il  $\beta$  può essere stimato attraverso le seguenti metodologie<sup>75</sup>:

1. *regression beta*: beta viene derivato attraverso i dati storici di mercato, metodologia più utilizzata dalla maggior parte degli analisti. Per determinare il beta viene analizzata la relazione fra i rendimenti di un titolo e i corrispondenti rendimenti dell'indice di mercato, dove viene eseguita una regressione dei rendimenti del titolo  $i$  ( $r_i$ ) con i rendimenti del portafoglio di mercato ( $r_m$ ), definendo la seguente retta, la cui inclinazione ( $b$ ) identifica il  $\beta$  del titolo:

$$r_i = a + b * r_m$$

*Dove:*

$r_i$  = rendimento attività  $i$ ;

$r_m$  = rendimento portafoglio di mercato;

$a$  = intercetta della retta di regressione;

$b$  = inclinazione della retta di regressione, data dal rapporto  $Cov_{im} / \sigma_m^2$ .

---

<sup>75</sup> Damodaran A., 2013, *Finanza aziendale*. Apogeo Editore.

2. *bottom-up beta*: il beta viene derivato attraverso i fondamentali, considerando che il beta di una società è la media ponderata dei beta delle attività svolte dall'impresa. Il beta, essendo funzione delle politiche della società, viene influenzato dalle seguenti determinanti:
- ✂ tipo di attività in cui l'azienda opera: il beta sarà maggiore nei settori sensibili al ciclo economico;
  - ✂ grado di leva operativa: maggiore è il grado di leva operativo, maggiore sarà la variabilità del risultato operativo, determinando un maggiore beta;
  - ✂ intensità della leva finanziaria (D/E): maggiore è l'intensità della leva finanziaria, maggiore è la variabilità degli utili per azione, determinando un maggiore beta in quanto l'investimento risulterà più rischioso;
3. *accounting beta*: il beta viene derivato dai dati contabili, stimando il beta attraverso una regressione delle variazioni degli utili dell'impresa rispetto alle variazioni degli utili del mercato nello stesso periodo considerato.

Tornando al costo del capitale netto, il  $K_e$  può essere rettificato nelle seguenti situazioni<sup>76</sup>:

- imprese quotate di minori dimensioni, situazioni nelle quali viene aggiunto il cosiddetto *small firm premium*<sup>77</sup> con il fine di non sottostimare il  $K_e$ ;
- imprese non quotate, dove l'imprenditore non è un investitore che attua strategia di diversificazione per i suoi investimenti, come richiesto dal metodo del CAPM, poiché i suoi investimenti sono diretti per la maggior parte dei casi nella propria società. Dunque, il costo del capitale sarà sottostimato in quanto l'interesse del proprietario è rivolto al rischio complessivo della società e non esclusivamente al rischio di mercato. Per ovviare a questo problema, si può utilizzare il beta di mercato, assumendo che l'impresa stia gestendo il proprio business con il fine di vendere la società ad un'impresa quotata nel breve periodo; altrimenti, potrebbe essere aggiunto un premium al costo del capitale proprio, riflettendo il maggior rischio dovuto dalla decisione dell'imprenditore dell'impresa di non attuare strategie di diversificazione.

Dunque, attualizzando i *Free Cash Flows to Equity* (FCFE) con il costo del capitale netto  $K_e$ , si determina in maniera diretta l'*Equity Value*, al quale viene sommato il *Terminal Value* attualizzato. Quest'ultimo potrebbe assumere un valore molto considerevole rispetto al valore della società: questo avviene nel caso in cui il periodo di osservazione del *Business Plan* è molto ridotto o se stiamo analizzando delle *start-up* ad elevato potenziale di crescita. Questo fa evincere che è necessario analizzare nel dettaglio le ipotesi che sono alla base della stima con il fine di non ottenere risultati errati, i quali alterano il processo valutativo.

---

<sup>76</sup> Damodaran A., 2013, *Finanza aziendale*. Apogeo Editore.

<sup>77</sup> Lo *small firm premium* viene determinato sottraendo al rendimento medio annuo dei titoli a minore capitalizzazione il resto del mercato, basandosi sull'analisi dei dati storici.



### 3.4. L'approccio relativo: il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato è la metodologia di valutazione più utilizzata dopo il *Discounted Cash Flow model*. Viene adoperato con il fine di controllare le valutazioni effettuate con gli approcci assoluti; tuttavia, molti autori suggeriscono di utilizzarlo come metodo principale per la valutazione delle imprese<sup>78</sup>.

L'approccio relativo stima il valore di un'azienda attraverso l'osservazione del metodo con cui imprese comparabili, ovvero con caratteristiche simile, vengono valutate sul mercato. Questo metodo si basa sulla definizione dei “multipli di mercato”, i quali vengono costruiti rapportando il prezzo di mercato a grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di imprese *comparables*.

I multipli così determinati, dopo esser stati rettificati, vengono applicati alle corrispondenti grandezze della società *target*, ottenendo il valore ricercato.

Sono due le ipotesi sottostanti il processo di valutazione condotto con l'approccio dei multipli<sup>79</sup>:

1. eguaglianza dei saggi di crescita attesi dei flussi della società e nel grado di rischio;
2. proporzionalità diretta tra il valore dell'azienda e la variabile economica scelta come parametro di performance.

In relazione al contesto di mercato nel quale avviene la formazione del prezzo (valore che troviamo al numero di un multiplo), i multipli possono suddividersi nelle seguenti tipologie:

- *stock market multiple*: i moltiplicatori di Borsa, basati sulle quotazioni di mercato delle società comparabili, esprimono i valori *stand alone* dell'impresa;
- *deal multiple*: i multipli di transazioni comparabili, i quali si basano sui prezzi rappresentativi di negoziazioni private per il passaggio di quote azionarie di controllo, o rilevanti, di imprese omogenee, fornendo informazioni riguardo il “probabile prezzo di mercato”. Il multiplo viene definito dal prezzo di cessione, il quale a sua volta è influenzato dalla percentuale di capitale acquistata, dalle le caratteristiche dell'acquirente, dalle modalità di pagamento, dalle modalità di pagamento, da eventuali clausole di *earn out* e dall'esistenza di *surplus asset*.

---

<sup>78</sup> Per ulteriori approfondimenti sull'argomento si consultino: Damodaran A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore; Damodaran A., 2013, *Finanza aziendale*. Apogeo Editore; Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri; Pozzoli, S., 2013, *Valutazione d'azienda*. Ipsoa.

<sup>79</sup> Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.

Un'ulteriore possibile classificazione dei multipli distingue:

- *financial multiple*: multipli legati a grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali;
- *business multiple*: rapportano il prezzo di mercato del capitale delle società a specifici elementi operativi, caratterizzati dal settore in cui operano le aziende.

Per quanto concerne le modalità applicative del metodo dei multipli di mercato, occorre, innanzitutto, determinare il campione di aziende oggetto della valutazione, considerando società con caratteristiche simili tra loro operanti nello stesso settore. Successivamente, all'interno del campione definito, è necessario individuare le aziende caratterizzate da margini reddituali, indici patrimoniali e finanziari in linea con la società oggetto di analisi. Per i multipli ritenuti significativi, si dovrà calcolare il loro valore per le imprese selezionate, con i rispettivi correttivi, per evitare distorsioni nella valutazione. Di seguito, è possibile applicare i multipli determinati all'azienda che si vuole valutare, in modo da ottenere il valore della stessa.

Come si è precedentemente spiegato, la prima fase dell'approccio con i multipli di mercato è l'operazione di campionamento, nella quale viene selezionato sul mercato un gruppo di società simili in termini di business, caratteristiche finanziarie e patrimoniali. Se il numero di imprese del campione preso in esame è eccessivamente elevato, avviene una scrematura considerando alcuni criteri definiti, come fatturato o dimensione. La selezione del campione di organizzazioni comparabili avviene attraverso l'utilizzo di principali banche dati internazionali, poiché queste contengono molte informazioni di interesse: tipo di attività svolta, settori di appartenenza, caratteristiche economiche e finanziarie.

Dopo che il campione viene scremato da eventuali comparazioni poco utili al fine della valutazione, è possibile definire i moltiplicatori da usare nella valutazione, processo influenzato dal settore in cui l'impresa *target* opera e dalle sue caratteristiche. È possibile distinguere due tipologie di multipli impiegati nel processo valutativo:

- *equity side*: vengono calcolati in base all'*Equity Value*;
- *asset side*: vengono definiti in base all'*Enterprise Value*.

Nella figura 3.1 è riportato uno stato patrimoniale “a valore di mercato” con l'evidenziazione dei principali multipli di riferimento che di seguito verranno analizzati.



Figura 3.1: Stato patrimoniale “a valore di mercato” e multipli di riferimento. Fonte: Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.

I multipli di mercato *equity side* maggiormente impiegati nel processo valutativo di un'impresa sono i seguenti:

- **P/E (Price to Earnings ratio)**: rapporto tra prezzo di Borsa dell'azione e l'utile netto per azione (*Earnings per share*, EPS), esprime la convenienza di un'azione, fornendoci l'indicazione di quante volte il mercato moltiplica gli utili della società;
- **PEG (Price Earnings / Growth ratio)**: rapporta il multiplo P/E al tasso di crescita atteso degli utili per azione (*g*). Viene adoperato per l'individuazione di titoli sottovalutati o sopravvalutati;
- **P/BV (Price to Book Value)**: rapporto tra valore di mercato del capitale netto e il suo valore contabile (*Book Value*), dato sottraendo al valore netto contabile dell'attivo patrimoniale il valore netto contabile del passivo. Questo multiplo rappresenta una misura del rendimento degli investitori.

In ottica *asset side*, i principali multipli sono i seguenti:

- **EV/EBIT**: rapporta l'Enterprise Value all'EBIT. Esso indica la capacità dell'azienda di ottenere un risultato economico positivo dall'area caratteristica, antecedentemente l'imposizione fiscale. Dato tiene conto degli ammortamenti suscettibili di valutazioni soggettive, questo multiplo risente di eventuali politiche di bilancio;
- **EV/EBITDA**: rapporta l'Enterprise Value all'EBITDA. Differentemente dal multiplo EV/EBIT, essendo la componente reddituale di riferimento considerata al lordo di ammortamenti e svalutazioni, questo multiplo riesce a neutralizzare eventuali politiche contabili di bilancio;

- *EV/Sales*: rapporta l'Enterprise Value al fatturato aziendale. Viene utilizzato maggiormente nei casi di aziende in fasi di *turnaround* o società con margini negativi.

Dunque, i prezzi di mercato delle società comparabili vengono espressi in multipli di una variabile economica comune, seguendo il fine di compararli con quelli della società *target*.

In base al periodo temporale di riferimento della grandezza esplicativa del valore, possiamo distinguere le seguenti tipologie<sup>80</sup>:

- multipli correnti: rapportano il prezzo di Borsa corrente ai dati derivanti dall'ultimo Bilancio aziendale;
- multipli *trailing*: rapportano il prezzo di Borsa corrente ai risultati dei dodici mesi antecedenti dalla stima;
- multipli *leading*: rapportano il prezzo di Borsa corrente ai risultati prospettici di uno o più esercizi.

Successivamente, vengono scartati quelli ritenuti meno significativi che potrebbero influenzare negativamente la valutazione. Di seguito, si effettua la media dei *ratios* selezionati per ciascuna impresa facente parte del campione, in modo da arrivare ad un valore di sintesi (multiplo settoriale).

Dopo aver ottenuto sia i multipli delle *comparables* che i loro valori di sintesi, vengono moltiplicati gli stessi alle grandezze individuate della società *target*, così da determinare un intervallo di valori, nel quale verrà scelto il valore finale dell'azienda, applicando le seguenti formule (in base alla tipologia di multiplo):

$$Equity Value = multiplo\ equity\ side * grandezza\ individuata\ della\ società$$

$$Equity Value = (multiplo\ asset\ side * grandezza\ individuata\ della\ società) - PFN$$

---

<sup>80</sup> Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.

### 3.4.1. Vantaggi e svantaggi dell'applicazione del metodo dei multipli

Il *Discounted Cash Flow model* è considerato dalla teoria economica più razionale e analitico. Nonostante questo, le valutazioni relative risultano le tecniche più utilizzate nella pratica, sicuramente dovuto alla loro semplicità di utilizzo, ma anche alla concretezza dei risultati che ne derivano.

Le operazioni di M&A sono prevalentemente valutate con il metodo finanziario, ma il valore pagato nelle acquisizioni è determinato nella maggior parte dei casi usando il metodo dei multipli<sup>81</sup>.

Il metodo dei multipli ha moltissimi vantaggi, tra cui l'estrema semplicità di utilizzo, il minor tempo il numero di risorse necessarie, fornisce un dato immediato, riflette gli andamenti di mercato (questo permette di scaricare la responsabilità ai mercati finanziari) e permette di fornire un dato immediato.

Naturalmente, è possibile evidenziare alcuni svantaggi di tale metodo, come la sua dubbia razionalità scientifica, il fatto che tale approccio possa stimare un valore incoerente nella fattispecie in cui vengono trascurate alcune variabili importanti. Inoltre, presenta una nota sensibilità alla manipolazione: scegliendo un opportuno multiplo, è possibile pilotare la stima. Infine, i multipli sono influenzati dall'andamento di mercato e dalle quotazioni di Borsa: se il mercato sta sopravvalutando, avremo una sovrastima dell'oggetto di valutazione, e viceversa.

## 3.5. Il valore di acquisizione

Il processo di stima del valore di un'azienda ha lo scopo di individuare il valore oggettivo del capitale economico della società in oggetto e, molte volte, può risultare differente dal prezzo realmente pagato per tale società che, invece, rappresenta il risultato di una negoziazione.

Un altro aspetto che determina la diversità tra le due cifre è che il valore dell'impresa può essere inteso come il suo valore in termini di entità indipendente, mentre il valore di acquisizione può essere considerato tenendo conto dell'utilità attesa che l'azienda acquisita può determinare per la società acquirente.

Nel processo di determinazione del prezzo, l'acquirente dovrebbe fissare un limite di prezzi che non intende superare, altrimenti il venditore otterrebbe un eccessivo trasferimento di ricchezza, oltre al valore creato attraverso l'acquisizione.

---

<sup>81</sup> Damodaran, A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.

Un'operazione di acquisizione è economicamente conveniente quando questa genera un valore aggiunto, ovvero quando il valore delle due realtà aziendali unite è superiore alla somma del valore delle due entità separate (*stand alone*)<sup>82</sup>.

Quanto detto può essere espresso dalla seguente formula:

$$W_{A+B} > W_A + W_B$$

*Dove:*

$W_{A+B}$  = valore della nuova società dopo che l'operazione si è conclusa;

$W_A$  = valore stand alone dell'impresa acquirente (A);

$W_B$  = valore stand alone dell'impresa acquisita (B).

Per poter individuare in termini quantitativi gli effetti determinati da un processo acquisitivo, si mettono a confronto due scenari:

- scenario “base”: l'impresa acquirente senza che l'operazione sia avvenuta;
- scenario “innovativo”: il valore assunto dall'impresa acquirente in seguito all'operazione avvenuta;

Considerando tali scenari, il valore dell'acquisizione può essere rappresentato dalla formula seguente:

$$W_{Acq(B)} > W_{A+B} - W_A$$

*Dove:*

$W_{A+B}$  = valore della nuova realtà a seguito dell'operazione di acquisizione (scenario “innovativo”);

$W_A$  = valore stand alone della società acquirente (A) (scenario “base”);

$W_{Acq(B)}$  = valore di acquisizione della società target (B).

Secondo il modello della stratificazione del valore<sup>83</sup>, il valore di un'acquisizione può essere frammentato in diversi “strati” di valore: è composto dal valore *stand alone* della società acquisita, dal valore delle sinergie generate dall'operazione, dal valore del differenziale di rischio e dal valore delle opportunità strategiche generate dal *deal*.

---

<sup>82</sup> Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.

<sup>83</sup> Massari M., 1998, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.

La formula del valore di acquisizione può essere così rappresentata:

$$W_{Acqu(B)} > W_B + W_S + W_{\Delta rischio} + W_O$$

*Dove:*

$W_{Acq(B)}$  = *valore di acquisizione della società target (B);*

$W_B$  = *valore stand alone della società acquisita (B);*

$W_S$  = *valore delle sinergie a seguito del processo di acquisizione;*

$W_{\Delta rischio}$  = *valore del differenziale di rischio;*

$W_O$  = *valore delle opportunità strategiche incremental*

### **3.6. La valutazione delle sinergie**

Le sinergie rappresentano un valore incrementale che due entità aziendali combinate creano, le quali non sarebbero raggiungibili se le imprese continuassero ad operare indipendentemente.

Questa analisi è molto importante e delicata, poiché eventuali sopravvalutazioni potrebbero portare il compratore ad offrire un prezzo eccessivo rispetto al valore effettivo. Il venditore, logicamente, opererà in modo contrario, cercando di evidenziare tutte le possibili sinergie per poter ottenere l'offerta maggiore possibile da parte dell'acquirente.

Le diverse tipologie di sinergie possibili sono le seguenti:

- sinergie operative: realizzazione di economie di scala, la crescita in nuovi mercati o in quelli esistenti e la combinazione di diverse aree funzionali. Queste sinergie influenzano i rendimenti, la crescita e il valore dell'impresa coinvolta;
- sinergie di mercato;
- sinergie finanziarie: consentono un'ottimizzazione dell'utilizzo della liquidità in eccesso, un aumento della capacità di indebitamento, maggiori benefici fiscali;
- sinergie fiscali.

Per effettuare una corretta analisi delle sinergie, è necessario individuare le sinergie conseguibili, determinare i tempi e le condizioni di realizzazione, gli effetti sul piano economico, stabilire un periodo di ritorno (*payback*), e un periodo massimo oltre il quale non si intende procedere, nonché valutare i rischi associati e considerarne l'impatto.

Oltre alla valutazione delle opportunità sinergiche, è necessario non sottovalutare eventuali problemi che potrebbero sorgere in futuro.

Per cui, nell'analisi, è opportuno considerare un numero limitato di sinergie, considerando quelle più rilevanti e che non si sovrappongono, valutando le azioni per il raggiungimento di tali obiettivi sinergici<sup>84</sup>.

Il successo di un'acquisizione dipende proprio dalla valutazione quantitativa delle sinergie potenziali e dei loro effetti, poiché errori di valutazione possono portare ad una stima errata del prezzo.

La valutazione delle sinergie operative può essere stimata attraverso le seguenti fasi:

- Si valutano le aziende coinvolte nella fusione in modo indipendente, attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi per ciascuna impresa;
- Viene stimato il valore della combinazione delle due realtà aziendali, escludendo le sinergie, sommando i valori per ciascuna entità prima della operazione;
- Vengono incorporati gli effetti delle sinergie attese nei flussi di cassa precedentemente stimati, in modo da valutare sia l'integrazione delle imprese che le potenziali sinergie.

Facendo la differenza tra il valore delle due organizzazioni in assenza di sinergie con quello che tiene conto di tali sinergie, si determina il valore delle suddette sinergie. Alternativamente, si può procedere direttamente alla stima dei flussi di cassa relativi alle sinergie, applicando ad esempio una riduzione su base percentuale ai costi complessivi delle due società coinvolte; le sinergie, tipicamente, cresceranno progressivamente nel tempo fino a raggiungere il livello definitivo dopo qualche anno. Nei primi anni, saranno sostenuti dei costi di integrazione, i quali dovranno essere considerati nell'analisi, propedeutici all'ottenimento delle sinergie.

---

<sup>84</sup> Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.



# CASO STUDIO: L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI ESSILORLUXOTTICA

### 4.1. Overview

Il caso di studio scelto per fornire un'evidenza empirica con riferimento all'oggetto di questo lavoro è l'acquisizione di GrandVision, una delle principali catene di *retail* ottico a livello globale, da parte del colosso dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, EssilorLuxottica.

Tale caso è stato selezionato in quanto offre numerosi spunti interessanti sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, tra cui la costruzione del business plan, la valutazione della *target* e l'analisi delle sinergie, sia operative che finanziarie, considerando che le due società coinvolte operano nello stesso settore di riferimento.

Il capitolo, dunque, si aprirà con un'analisi del settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare* con il fine di comprendere a fondo le motivazioni che risiedono dietro la scelta strategica di EssilorLuxottica di acquisire GrandVision. Dopo l'analisi del settore, il lavoro procederà con una descrizione delle due società, del relativo *Business model*, nonché un'analisi dei principali risultati finanziari precedenti alla data di annuncio. Quest'ultimo aspetto è fondamentale per meglio comprendere i razionali dell'acquisizione sulla base delle stesse informazioni che l'acquirente aveva a disposizione quando ha preso la decisione di procedere con il tentativo di acquisto della società *target*.

Successivamente, si procederà con l'elaborazione di un *Business plan* al quale saranno applicati i due metodi di valutazione descritti nel capitolo precedente: quello del *Discounted Cash Flow* (DCF), applicato ai flussi di cassa disponibili per tutti gli investitori, e quello dei multipli, tipicamente utilizzato come metodo “di controllo”, al fine di ottenere un riferimento in termini di valore dell'*equity* di GrandVision e di determinare l'aspettativa di creazione di valore di EssilorLuxottica tramite la valutazione delle sinergie.

Le caratteristiche dell'offerta di EssilorLuxottica permettono, in seguito, di effettuare un'ampia analisi riguardo il prezzo azionario delle due società pre e post l'offerta di acquisizione, andando ad integrare l'analisi di creazione di valore per i vari azionisti.

Infine, non bisogna sottovalutare l'impatto della pandemia causata dal COVID-19, un evento avverso e di tipo sistemico, il quale ha avuto fortissime ripercussioni sulle performance di quasi tutte le aziende a livello globale a partire dall'inizio del 2020, periodo nel quale stava avvenendo l'operazione tra le due società. Questo aspetto verrà considerato nelle considerazioni finali del capitolo, valutando nel complesso la transazione oggetto del presente elaborato.

## 4.2. Analisi settoriale: il settore dell'eyewear e dell'eyecare

Il settore globale dell'eyewear e dell'eyecare vale circa 100 miliardi di euro<sup>85</sup> (prezzo al consumatore), con un trend di crescita atteso per i prossimi anni “low to mid single digit”.

Analizzando il settore globale dell'eyewear e dell'eyecare, si può evincere che il settore comprende cinque segmenti: lenti per occhiali, montature per occhiali, lenti a contatto, occhiali da sole e lettori.

La domanda di prodotti ottici si è rivelata strutturalmente forte, supportata dall'invecchiamento della popolazione, dall'aumento dell'incidenza di miopia e presbiopia e dalla crescente necessità di correzione degli occhi a causa dei consumatori di tutte le età che trascorrono più tempo davanti ai dispositivi digitali.

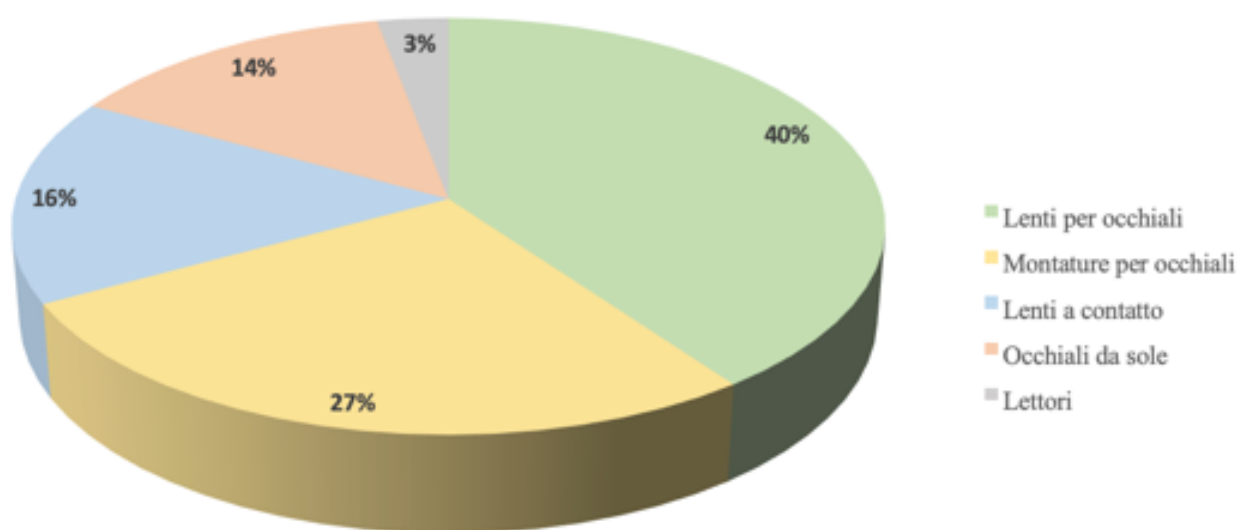


Figura 4.1: Grafico a torta rappresentante il settore dell'eyewear e dell'eyecare, valore al dettaglio 2021 per categoria di prodotto<sup>86</sup>. Fonte: elaborazione propria.

Gli Stati Uniti restano il mercato nazionale più grande per il settore dell'eyecare e dell'eyewear, mentre in EMEA, la Germania, la Francia e il Regno Unito si distinguono come i Paesi più rilevanti<sup>87</sup>.

Tra i mercati in via di sviluppo, la Cina è caratterizzata da fattori demografici che portano all'aumento dei tassi di miopia e all'aumento del reddito disponibile, innescando una tendenza alla *premiumization* degli occhiali.

<sup>85</sup> Dati di EssilorLuxottica e Euromonitor, *Historic & Forecast Constant 2021 Prices, Historic & Forecast Fixed 2021 Exchange Rates*.

<sup>86</sup> Dati di EssilorLuxottica e Euromonitor, *Historic & Forecast Constant 2021 Prices, Historic & Forecast Fixed 2021 Exchange Rates*.

<sup>87</sup> Dati di EssilorLuxottica e Euromonitor, *Historic & Forecast Constant 2021 Prices, Historic & Forecast Fixed 2021 Exchange Rates*.

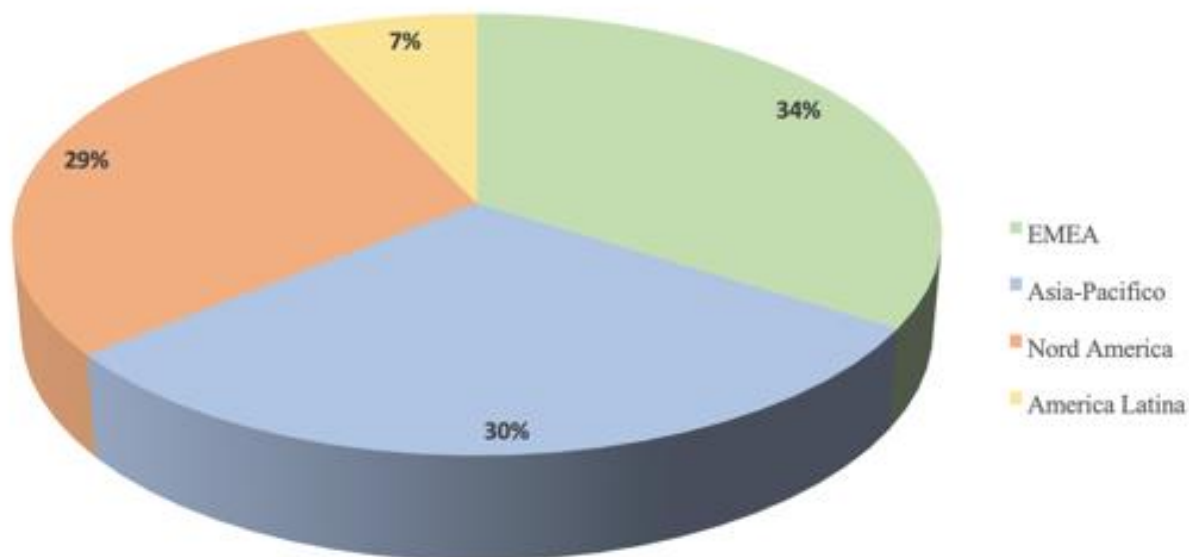


Figura 4.2: Grafico a torta rappresentante il settore dell'eyewear e dell'eyecare, valore al dettaglio 2021 per Continenti<sup>88</sup>.

Fonte: elaborazione propria.

La pandemia causata dal COVID-19 ha contribuito al processo di digitalizzazione del settore dell'eyewear e dell'eyecare, portando il canale *e-commerce* a rappresentare oltre il 10%<sup>89</sup> del valore del settore globale, a fronte di una penetrazione del digitale che differisce significativamente tra i segmenti di prodotto. In particolare, ci si attende che lo shopping online, l'assistenza oculistica a distanza e la telemedicina avranno un potenziale di crescita superiore alla media del settore.

Il settore globale dell'eyewear e dell'eyecare: è cresciuto ad un ritmo costante nel lungo periodo, sostenuto da una domanda strutturale basata su una combinazione di diversi fattori:

- L'aumento della domanda di mercato per la cura della vista: le esigenze di cura della vista stanno evolvendo, in particolare, a causa del crescente invecchiamento della popolazione e del cambiamento degli stili di vita. Con l'invecchiamento della popolazione, il deterioramento della vista è divenuto un problema di salute pubblica. Si prevede che la miopia raggiungerà livelli epidemici con metà della popolazione mondiale colpita<sup>90</sup>, ovvero 4,7 miliardi di persone, nel 2050, rispetto ai 2,6 miliardi di oggi. La presbiopia colpirà anche il 40%<sup>91</sup> della popolazione mondiale, ovvero 4,1 miliardi di persone, nel 2050, contro i 2,3 miliardi di oggi. Inoltre, dallo scoppio della pandemia causata dal COVID-19, il

<sup>88</sup> Dati di EssilorLuxottica e Euromonitor, *Historic & Forecast Constant 2021 Prices, Historic & Forecast Fixed 2021 Exchange Rates*.

<sup>89</sup> Dati di EssilorLuxottica e Euromonitor, *Historic & Forecast Constant 2021 Prices, Historic & Forecast Fixed 2021 Exchange Rates*.

<sup>90</sup> Dati evinti da una ricerca condotta dal Brian Holden Institute.

<sup>91</sup> Dati evinti da una ricerca condotta dal Brian Holden Institute.

tempo trascorso dinanzi agli schermi digitali è aumentato di quasi il 48%<sup>92</sup> e quasi 1 persona su 2 trascorre più di sei ore dinanzi schermi digitali per giorno feriale<sup>93</sup>. Questa intensa esposizione agli schermi digitali crea nuovi bisogni di prevenzione e protezione contro i raggi UV;

- Crescente penetrazione della categoria: la disabilità visiva è la più grande disabilità non affrontata al mondo, con grandi opportunità non sfruttate in termini di correzione e protezione della vista. Oggi, nel mondo, 2,7 miliardi di persone<sup>94</sup> soffrono di errori di rifrazione non corretti (URE) a causa di barriere di consapevolezza e accesso, con il 90% che vive in economie alla base della piramide<sup>95</sup> e 6,2 miliardi di persone<sup>96</sup> che non proteggono i loro occhi dai raggi nocivi;
- Crescente consapevolezza dei problemi legati alla salute: i consumatori sono più consapevoli dell'importanza della salute degli occhi e, in particolare, dei benefici per la salute derivanti dall'indossare occhiali da sole, i quali aiutano a proteggere gli occhi dai danni nocivi che può causare la luce solare, nonché occhiali specifici per proteggere la vista dall'esposizione prolungata alla luce blu-viola;
- Percezioni mutevoli degli occhiali e premi di categoria: gli occhiali e, in particolare, gli occhiali da sole, sono percepiti come desiderabili accessori di moda che permettono l'espressione di sé e aumentano la fiducia in sé stessi. L'acquisto di occhiali si sta spostando da una tipologia di acquisto meramente funzionale ad una tipologia spinta dall'emotività. Fattori come l'aumento del reddito disponibile e il miglioramento degli standard di vita nei mercati in via di sviluppo, hanno portato ad un aumento della domanda di occhiali di lusso o di alta qualità di marca. Inoltre, i consumatori sono più ricettivi nel cambiare lenti, montature e occhiali da sole in sintonia con le mutevoli tendenze della moda: questo spostamento verso montature di marca di fascia alta e design innovativi contribuisce a ridurre la vita media di un paio di occhiali, e la popolarità del prodotto e del marchio spesso innesca il desiderio dei consumatori di possedere una gamma di occhiali da sole e da vista per ogni occasione;
- Accelerazione della digitalizzazione globale verso una strategia *omnichannel*: i modelli di acquisto dei consumatori sono cambiati profondamente durante la pandemia causata da COVID-19, con un forte calo degli acquisti in negozio. Di conseguenza, si registra un notevole aumento dell'*e-commerce* durante il periodo pandemico, il quale sta continuando a crescere anche nel periodo post pandemia.

---

<sup>92</sup> Stime di EssilorLuxottica.

<sup>93</sup> Stime effettuate da EssilorLuxottica.

<sup>94</sup> Essilor International, *Eliminating Uncorrected Poor Vision in a Generation*. Essilor International 2019; 15.

<sup>95</sup> Essilor International, *Eliminating Uncorrected Poor Vision in a Generation*. Essilor International 2019; 15.

<sup>96</sup> Stime effettuate da EssilorLuxottica.

#### 4.2.1. I *player* del settore

Il settore dell'*eyewear* consiste nel design, nella produzione e nella vendita degli occhiali da vista e da sole, mercato caratterizzato da un'elevata competizione. I principali *player* del settore sono EssilorLuxottica, Safilo Group, Kering Eyewear, Marcolin e De Rigo.

Nel corso degli anni, i “*player*” del settore hanno seguito tre direttrici strategiche per la loro crescita:

1. controllo diretto delle attività a valle della *value chain*, in particolar modo quelle relative alla vendita e alla distribuzione del prodotto finito, mirando ad ottenere margini più elevati. Tale strategia è stata perseguita, principalmente, acquisendo *retail network* di proprietà;
2. estensione a livello globale dei loro sistemi di *operations*, mirando ad ottenere significanti vantaggi di costo, delocalizzando nei Paesi emergenti le produzioni di qualità medio-bassa;
3. consolidamento dei marchi di proprietà e sottoscrizione di accordi di licenza con le maggiori *fashion house* del mondo.

Di seguito andremo ad analizzare nel dettaglio i principali *competitor* di EssilorLuxottica.

Safilo Group S.p.A, presente da oltre 80 anni nel settore dell'*eyewear*, è il secondo produttore mondiale di occhiali da sole e da vista, ed è attivo nella creazione, nella produzione e nella distribuzione *wholesale e retail* di prodotti nel mercato dell'occhialeria<sup>97</sup>. Il Gruppo è leader a livello globale nel segmento degli occhiali dell'alto di gamma ed uno dei primi tre produttori e distributori mondiali di occhiali sportivi.

Safilo gestisce un portafoglio di marchi, propri ed in licenza, selezionati in base a criteri di posizionamento competitivo e prestigio internazionale, attuando una strategia di segmentazione della clientela. La distribuzione avviene attraverso la vendita a diversi canali, inclusi ottici, catene distributive al dettaglio e negozi specializzati, e da una piattaforma *direct to consumer* in rapida crescita.

Safilo ha come punto di forza lo sviluppo e il design del prodotto, realizzato da una significativa organizzazione di designer in grado di garantire la continua innovazione stilistica e tecnica, che da sempre rappresenta uno dei caratteri distintivi dell'azienda.

Il Gruppo Safilo si distingue per la sua eccellenza nel design, nonché nell'offerta di prodotti caratterizzati da elevata innovazione e qualità. Inoltre, Safilo Group presidia il mercato attraverso una rete commerciale e distributiva su scala mondiale a supporto del servizio alla clientela e dalla natura diversificata della propria offerta in termini di clientela e mercati di riferimento.

Nel 2021, a seguito di un 2020 fortemente influenzato dalla diffusione della pandemia di COVID-19, il Gruppo ha registrato una forte ripresa delle vendite e della redditività, consentendo di chiudere il periodo con una significativa crescita rispetto all'anno precedente superando, in valore assoluto, i livelli del 2019: le vendite

---

<sup>97</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di Safilo Group S.p.A.: [www.safilogroup.com](http://www.safilogroup.com)

nette hanno raggiunto circa 970 milioni di euro, in crescita a cambi costanti del 26,3% rispetto ai minimi del 2020 e del 7,5% rispetto al 2019<sup>98</sup>. Tale performance è stata trainata da tutti i suoi marchi principali e dall'efficacia della strategia di revisione del portafoglio marchi attuata negli ultimi anni, attraverso l'inserimento di nuovi marchi di proprietà e nuove licenze.

Grazie alla crescita delle vendite, al completamento del piano di riduzione dei costi generali e alla buona progressione del programma di risparmi sul costo del venduto, Safilo è stato in grado di raggiungere un margine EBITDA *adjusted* dell'8,4% sulle vendite rispetto al *break even* del 2020 e al 6,9% registrato nel 2019<sup>99</sup>.

Nel 2021, Safilo ha continuato a rafforzare il proprio posizionamento competitivo all'interno del principale canale distributivo degli ottici indipendenti, compiendo considerevoli progressi nella strategia di *digital transformation* del proprio modello di business.

Le vendite totali nette di Safilo nel quarto trimestre 2021 sono state pari a 232,2 milioni di euro, risultando sostanzialmente stabili rispetto allo stesso periodo 2020 (-0,7% a cambi costanti), e in miglioramento del 3,8% rispetto al quarto trimestre del 2019. Nonostante il contesto di mercato sia stato influenzato nel periodo dalle restrizioni dovute al dilagare della variante Omicron del COVID-19, la performance delle vendite organiche è risultata nuovamente molto positiva, in crescita a cambi costanti del 14,3% rispetto all'anno precedente, e del 9,9% rispetto al 2019, grazie alla progressione dei principali marchi nel portafoglio del Gruppo<sup>100</sup>.

Kering Eyewear fa parte del Gruppo Kering, fondato da François Pinault come azienda di legname e materiali da costruzione e riposizionato sul mercato *retail* negli anni '90, diventando ben presto uno dei principali attori europei del settore. Lanciato nel 2014 da Kering e da un gruppo di manager guidati da Roberto Vedovotto, Kering Eyewear ha l'obiettivo di sviluppare internamente le competenze in materia di occhiali per i marchi del Gruppo. La prima collezione è stata presentata nel 2015 per 11 delle Case di Kering e, da allora, altri marchi si sono aggiunti al portafoglio. Oggi, Kering Eyewear disegna, sviluppa e distribuisce un portafoglio unico di 16 marchi. L'innovativo modello di business anticipa e abbraccia le sfide del settore e crea partnership durature e di valore con marchi, fornitori e clienti. Un processo decisionale veloce e agile e una stretta collaborazione con i marchi, dal processo di design alle attività di marketing e comunicazione, creano sinergie nello sviluppo dell'*eyewear*.

Per garantire l'eccellenza del prodotto e i più alti standard qualitativi, Kering Eyewear si affida ai migliori produttori mondiali e a due stabilimenti di produzione, Manufacture Kering Eyewear in Francia e Trenti S.p.A. in Italia. Attraverso un approccio commerciale e distributivo di qualità, l'azienda serve circa 20.000 clienti e oltre 40.000 porte nel mondo in 120 Paesi, fornendo alle Case un'ampia copertura di mercato, in linea con il loro posizionamento e la visibilità desiderata.

---

<sup>98</sup> Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2021*.

<sup>99</sup> Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2021*.

<sup>100</sup> Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2021*.

Facendo un passo avanti nella sua ricerca di innovazione, l'azienda ha lanciato il progetto "*Blue & Beyond*", realizzando lenti *prêt-à-porter* con riduzione della luce blu e lenti fotocromatiche in più colori per marchi selezionati del portafoglio. A settembre, Kering Eyewear ha completato l'acquisizione del marchio danese di occhiali di lusso LINDBERG Eyewear, rinomato per le sue eccezionali montature da vista in titanio, il design, la tecnologia innovativa e l'impeccabile maestria. Aggiungendo al portafoglio un marchio complementare e proprietario con una forte legittimità, un know-how indiscusso e il miglior servizio clienti nel settore delle montature da vista, l'acquisizione rafforza ulteriormente Kering Eyewear come il *player* più rilevante nel segmento degli occhiali di lusso e di alta gamma.

Kering Eyewear rimane impegnata a sfruttare appieno il potenziale di tutti i suoi marchi, sia nel segmento degli occhiali da sole che in quello ottico, così come ad affermare ulteriormente la sua presenza nei suoi canali, facendo leva sulla sua esperienza e sul suo posizionamento unico.

Per quanto riguarda la performance di Kering Eyewear, nel 2021 l'azienda ha ottenuto un fatturato totale di 706 milioni di euro, in aumento del 45,0% rispetto al 2020 e del 16,9% rispetto al 2019<sup>101</sup>. L'aumento del numero di licenze, con l'aggiunta di Chloe e Dunhill nella prima parte dell'anno, ha contribuito solo marginalmente a questa crescita, che è derivata principalmente dall'eccellente gestione di Kering Eyewear, dalla sua agilità e dalla sua capacità di innovazione.

L'area EMEA è stata ancora una volta il principale mercato di Kering Eyewear, seguita dalle Americhe. La proporzione dei ricavi generati nella regione Asia-Pacifico (incluso il Giappone) è di nuovo leggermente diminuita nel 2021 a causa del forte peso del *travel retail* in questa regione. In termini di canali di distribuzione, le catene locali e gli ottici, optometristi e oftalmologi costituiscono il principale canale di vendita di Kering Eyewear, rappresentando oltre il 50% delle vendite totali sia nel 2021 che nel 2020<sup>102</sup>. Questo canale è stato quello che ha registrato una maggiore crescita nel 2021, dopo aver dimostrato la sua resilienza mantenendo stabili i ricavi nel 2020, una performance che testimonia l'efficacia dell'assetto commerciale di Kering Eyewear. Il contributo di Kering Eyewear ai ricavi consolidati per il 2020 è stato pari a 599 milioni di euro, con un aumento del 44,9% su base annua a perimetro e tassi di cambio costanti (+24,1% rispetto al 2019)<sup>103</sup>.

Marcolin, azienda di lunga data con sede a Longarone (Belluno) nel distretto italiano dell'occhialeria, è un designer, produttore e distributore di prodotti di occhialeria<sup>104</sup>. In qualità di rinomato leader nel settore dell'occhialeria a livello mondiale, Marcolin si distingue per i suoi prodotti di alta qualità, le sue competenze di design, le sue capacità produttive, l'attenzione ai dettagli e una distribuzione di prim'ordine.

Grazie all'importante acquisizione del Gruppo Viva nel 2013 e alla stipula negli anni di nuovi accordi di partnership con LVMH e altre realtà internazionali, il Gruppo Marcolin è diventato un'azienda del settore *eyewear* altamente globale in termini di portafoglio marchi, prodotti, presenza geografica e mercati.

---

<sup>101</sup> Kering, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>102</sup> Kering, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>103</sup> Kering, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>104</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di Marcolin: [www.marcolin.com](http://www.marcolin.com)

Nel 2020, il Gruppo Marcolin ha venduto circa 9 milioni di paia di occhiali in tutto il mondo, realizzando un fatturato di 340 milioni di euro e impiegando circa 1.723 persone, oltre ad avvalersi di una rete diffusa e ben strutturata di agenti indipendenti<sup>105</sup>.

Perseguendo la strategia di aumentare la propria presenza in nuovi mercati, all'inizio del 2020 il Gruppo Marcolin ha costituito una nuova affiliata in Australia con l'obiettivo di penetrare il mercato australiano attraverso una rete diretta di agenzie, seguendo il fine di incrementare i volumi di vendita e i profitti in quel mercato. L'operazione rientra nell'ambito di un più ampio piano, intrapreso negli anni precedenti con la creazione dell'affiliata di Singapore, per accelerare la crescita del Gruppo nella regione APAC e per rafforzare la sinergia di marketing con l'ufficio regionale operante a Hong Kong. Inoltre, nella fine del 2020, Marcolin S.p.A. ha acquistato le quote di minoranza delle *joint venture* in Cina e Russia, acquisendo così la piena proprietà e consolidando la propria presenza diretta in quei mercati<sup>106</sup>; in Cina, in particolare, la presenza diretta consentirà a Marcolin di commercializzare con maggior forza i marchi *Made-in-Italy*, molto apprezzati in quelle regioni.

Nel 2020, il business del Gruppo ha risentito degli effetti della pandemia causata dal COVID-19. Una sostanziale ripresa è avvenuta nel terzo trimestre del 2020 grazie alla costante riapertura dei mercati e all'intervento dei Governi in molti Paesi sotto forma di incentivi alle imprese e iniezioni di liquidità.

I primi nove mesi del 2021 sono stati complessivamente molto positivi, nonostante il primo trimestre del 2021 sia stato ancora influenzato dai divieti governativi imposti a seguito della situazione pandemica causata dal COVID-19 nella maggior parte delle geografie in cui il Gruppo opera. Nei primi nove mesi del 2021, le vendite nette sono state pari a 338.593 milioni di euro, con un incremento del 42,8% rispetto allo stesso periodo del 2020<sup>107</sup>.

De Rigo, azienda fondata nel 1978 da fratelli De Rigo, è stata la prima impresa del settore a definire la propria strategia nell'occhiale da sole e a intravederne le potenzialità. A monte della filiera produttiva di De Rigo sono presenti le fasi del design, dell'industrializzazione e produzione. Le materie prime vengono acquistate all'esterno da imprese specializzate per poi essere lavorate internamente per creare i singoli componenti ed assemblarli. A valle, l'azienda presidia la distribuzione *wholesale* con 16 filiali estere, affidandosi allo stesso tempo ad oltre 100 distributori indipendenti. Per quanto riguarda il *retail*, oggi De Rigo possiede oltre 900 punti vendita di proprietà e quasi 30 *franchising* in Spagna, Portogallo, Turchia e Regno Unito.

Come si può evincere dal conto economico aziendale, i ricavi consolidati di De Rigo sono diminuiti del 22,5% a 345,8 milioni di euro (da 446,0 milioni di euro nel 2019). A parità di cambio, il calo sui ricavi del 2019 sarebbe del 21%<sup>108</sup>.

---

<sup>105</sup> Marcolin S.p.A., *Interim Condensed Consolidated Financial Statements 2021*.

<sup>106</sup> Marcolin S.p.A., *Interim Condensed Consolidated Financial Statements 2021*.

<sup>107</sup> Marcolin S.p.A., *Interim Condensed Consolidated Financial Statements 2021*.

<sup>108</sup> De Rigo S.p.A., *Directors' Report on the 2020 separate and consolidated financial statements*.



I ricavi della divisione *wholesale* sono diminuiti del 29,6%: da 254,6 milioni di euro nel 2019 a 179,3 milioni di euro. L'utile netto della divisione *retail* è sceso 203,6 milioni del 2019 a 176,8 milioni di euro, diminuendo del 13,2%. Il risultato netto è stato una perdita di 74,5 milioni di euro, contro una perdita di 12,4 milioni di euro nel 2019<sup>109</sup>.

Il calo ha interessato tutte le filiali del Gruppo, a seguito della pandemia di COVID-19: i mercati di Stati Uniti, Spagna, Brasile e Francia hanno subito la maggiore contrazione dei ricavi. Tuttavia, i mercati che hanno riportato il maggior calo in termini percentuali sui ricavi del 2019 sono stati Corea, Brasile, Cina, Medio Oriente e Regno Unito. La pandemia ha avuto un impatto particolare sulla vendita di occhiali da sole, in quanto la crisi pandemica si è verificata all'inizio della stagione dei saldi e ha colpito una categoria di prodotti a spesa altamente discrezionale. Il segmento degli occhiali da sole ha, dunque, subito un nuovo impatto anche nella seconda metà dell'anno, mentre il segmento degli occhiali da vista ha recuperato più rapidamente, raggiungendo nella seconda metà dell'anno quasi lo stesso livello di vendite dello stesso periodo dell'anno precedente. Le iniziative di contenimento dei costi introdotte da De Rigo hanno avuto grande successo, ottenendo da un lato significativi risparmi sui costi, dall'altro sono riuscite a non compromettere la solidità futura del business. La messa in cassa integrazione del personale del Gruppo, la rinegoziazione dei termini finanziari dei contratti di licenza e il contenimento dell'inventario sono stati tra i principali fattori di recupero di redditività che hanno permesso alla divisione *wholesale* di registrare un risultato operativo migliore rispetto all'anno precedente, pur rimanendo in leggera perdita.

Ora, nel prossimo paragrafo, analizzeremo nel dettaglio l'azienda EssilorLuxottica, evidenziando i *driver* strategici aziendali e i risultati finanziari ottenuti prima dell'acquisizione di GrandVision.

### 4.3. EssilorLuxottica

EssilorLuxottica è un gruppo verticalmente integrato leader nella progettazione, produzione e distribuzione di lenti oftalmiche e occhiali da vista e da sole<sup>110</sup>. Costituita nel 2018, la sua *mission* è quella di aiutare le persone in tutto il mondo a "vedere di più ed essere di più", rispondendo alle loro esigenze di visione e aspirazioni di stile, creando al contempo valore per i suoi dipendenti e le comunità<sup>111</sup>.

L'azienda riunisce le competenze complementari di due pionieri del settore: Essilor, nella tecnologia avanzata delle lenti, e Luxottica, pioniere nella produzione di occhiali da vista e da sole, mirando a creare un business verticalmente integrato che è posizionato in modo unico per affrontare le esigenze visive dei consumatori in

---

<sup>109</sup> De Rigo S.p.A., *Directors' Report on the 2020 separate and consolidated financial statements*.

<sup>110</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

<sup>111</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

tutto il mondo. Per anni, Essilor e Luxottica hanno fatto leva sui rispettivi punti di forza per sviluppare e rendere innovativo il settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare* in tutto il mondo.

L'innovazione, il design e la qualità dei prodotti di EssilorLuxottica e il suo forte ed equilibrato portafoglio di marchi permettono all'azienda di rispondere alla domanda globale di un settore fortemente in crescita come quello dell'*eyewear* e dell'*eyecare*.

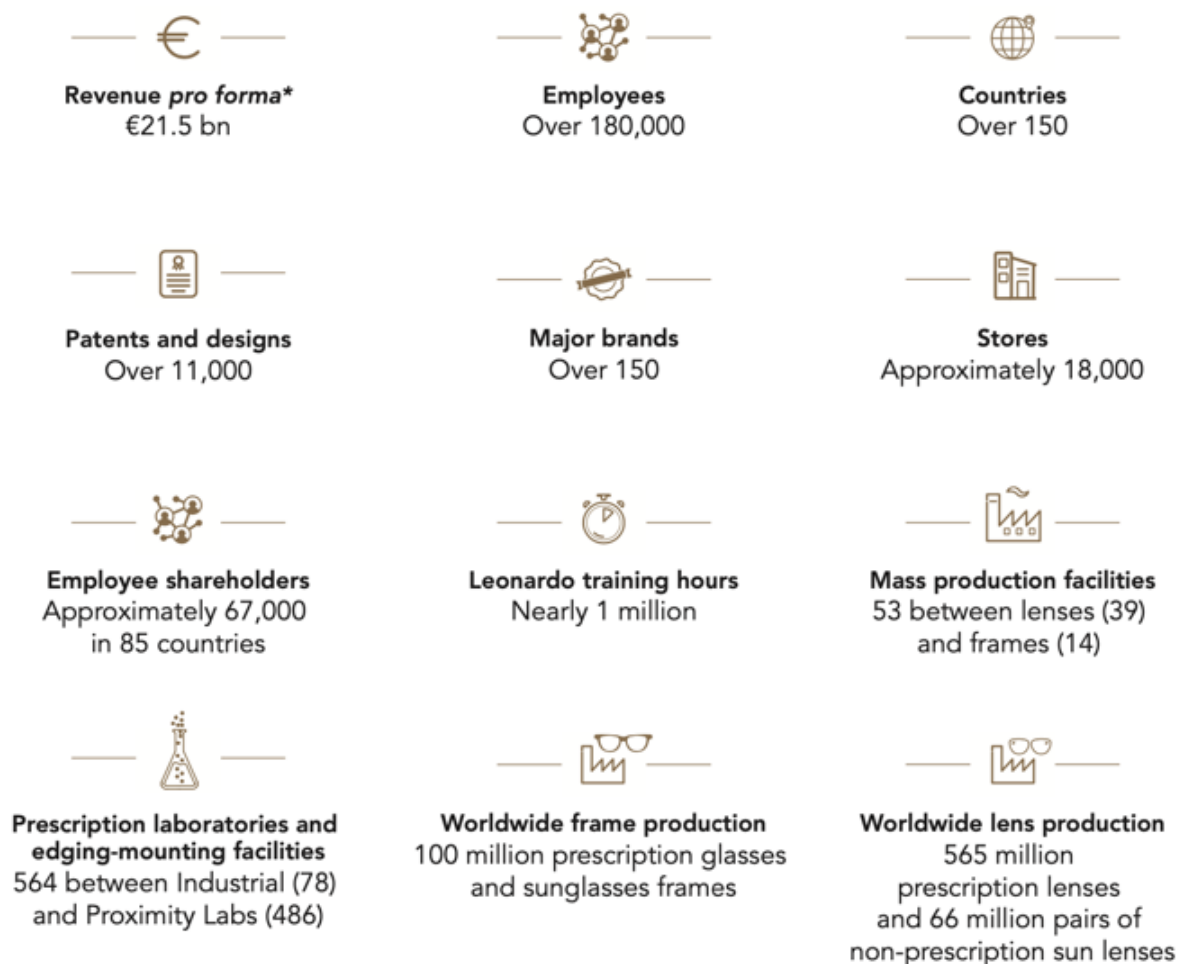


Figura 4.3: Aspetti chiave di EssilorLuxottica. Fonte: EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

Il modello di business, unico nel settore, e la costante ricerca dell'eccellenza operativa garantiscono ai clienti, ovunque nel mondo, prodotti rigorosamente testati per rispettare gli standard di qualità internazionali, dai semplici occhiali da lettura a lenti personalizzate o ad occhiali di marca<sup>112</sup>.

EssilorLuxottica deve il suo straordinario successo ad una rete globale di produzione e distribuzione ben progettata. L'integrazione verticale è stata un pilastro fondamentale dell'approccio commerciale di Luxottica fin dall'inizio. Avere il controllo dell'intero processo produttivo permette di verificare e fornire il massimo livello di qualità. L'integrazione verticale della produzione è stata gradualmente accompagnata dall'espansione

<sup>112</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

della distribuzione, iniziando con il canale *wholesale* e, successivamente, con il *direct to consumer* e una presenza chiave nel business della finitura delle lenti ad alto valore aggiunto. L'espansione del *wholesale* si è concentrata sulla differenziazione dei clienti, sul servizio personalizzato e sui nuovi canali di vendita a livello globale.

I marchi di occhiali di proprietà<sup>113</sup> includono Ray-Ban, il marchio di occhiali più amato al mondo, Oakley, uno dei marchi leader nelle prestazioni sportive a livello globale, Persol, Oliver Peoples, Vogue Eyewear, Arnette, Alain Mikli, Costa, Bolon e Foster Grant. I marchi di occhiali con licenza<sup>114</sup> includono Giorgio Armani, Bulgari, Burberry, Chanel, Coach, Dolce&Gabbana, Ferrari, Michael Kors, Miu Miu, Prada, Ralph Lauren, Starck Biotech Paris, Tiffany & Co., Tory Burch, Valentino e Versace per gli occhiali. Il portafoglio del Gruppo comprende anche una gamma di tecnologie innovative per lenti<sup>115</sup>, tra cui Varilux, uno dei migliori marchi di lenti progressive<sup>116</sup>, Transitions, Crizal, Eyezen, Xperio e più recentemente Stellest.

#### 4.3.1. Group strategy

La *mission* di EssilorLuxottica, come già evidenziato in precedenza, è aiutare il mondo a vedere meglio, vivere meglio. EssilorLuxottica unisce competenze uniche nella realizzazione di lenti e nella produzione di occhiali a marchi amati dai consumatori e a una capacità distributiva globale<sup>117</sup>.

Il Gruppo sviluppa soluzioni innovative per la cura degli occhi e degli occhiali che soddisfano le crescenti esigenze di cura della vista e i mutevoli stili di vita dei consumatori, inventando al contempo nuovi modi per raggiungere i miliardi di persone che soffrono di problemi di vista non corretta. Il modello di business completamente integrato verticalmente di EssilorLuxottica copre l'intera *value chain* del settore, offrendo una serie di soluzioni complete senza precedenti per i consumatori e i professionisti della cura degli occhi, concentrandosi sulla qualità dei suoi prodotti e servizi come fattore strategico di differenziazione.

EssilorLuxottica opera un modello di business aperto e non esclusivo (*network company*), il quale crea valore per tutti gli *stakeholder*, compresi clienti, consumatori, dipendenti, azionisti, partner commerciali e fornitori, nonché le comunità in cui l'azienda opera. Questo modello di business è in linea con le attività di *core business* del Gruppo, fornendo sia una centralizzazione (in particolare per i marchi globali di montature e i banner di vendita al dettaglio) sia una maggiore decentralizzazione quando richiesto (per le lenti da vista, che soddisfano molteplici esigenze individuali dei pazienti a livello locale).

---

<sup>113</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

<sup>114</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

<sup>115</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

<sup>116</sup> Survey condotta da CSA tra un campione rappresentativo di 1.041 ECP indipendenti in 10 Paesi: Francia, Spagna, Germania, Italia, Regno Unito, Stati Uniti, Canada, Brasile, India e Cina (febbraio-aprile 2018).

<sup>117</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

I *driver* strategici che rafforzano il vantaggio competitivo di EssilorLuxottica, sostenendo la crescita del settore nei prossimi anni, sono i seguenti:

- **Impronta globale:** l'impronta geografica delle strutture produttive e logistiche, delle reti di distribuzione e del capitale umano di EssilorLuxottica è ben bilanciata e diversificata in più di 150 Paesi in cui l'azienda opera, proteggendola dalla volatilità di singole aree economiche;
- **Marchi di fama mondiale:** EssilorLuxottica ha un portafoglio di più di 150 marchi rinomati che abbracciano varie categorie, dalle montature, alle lenti e agli strumenti, alla distribuzione *brick and mortar* e digitale, nonché al segmento medio e premium;
- **Go-to-market completo:** EssilorLuxottica ha implementato una strategia di *go-to-market* multicanale completa, che comprende soluzioni professionali, *direct to consumer* fisico ed *e-commerce*. La distribuzione di soluzioni professionali rimane cruciale nel mercato dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, ancora molto frammentato, mentre attraverso le sue piattaforme dirette al consumatore l'azienda acquisisce preziose conoscenze sui bisogni, i comportamenti e le preferenze dei consumatori finali;
- **Capacità di innovazione uniche:** una spinta verso l'eccellenza unita ad uno spirito innovativo sono in prima linea nelle aspirazioni di EssilorLuxottica, che ha costruito una strategica rete globale di R&S supportata dalle principali comunità scientifiche, industriali e accademiche e incentrata su quattro iniziative principali: migliorare la visione, aggiornare gli esami della vista, potenziare lo stile e rendere gli occhiali intelligenti. Il Gruppo possiede più di 11.000 brevetti e produce oltre 3.500 nuovi modelli di occhiali ogni anno<sup>118</sup>;
- **Una forte e strutturata catena di approvvigionamento:** EssilorLuxottica gestisce un modello di business verticalmente integrato che copre direttamente ogni singola fase del processo di creazione del valore, dallo sviluppo e produzione del prodotto alla vendita al consumatore finale. Bilanciando velocità, efficienza e prossimità, l'azienda gestisce una catena di approvvigionamento globale basata sulla centralizzazione per le montature e su una rete capillare per la finitura delle lenti e i laboratori di prescrizione.

Focalizzandosi su questi pilastri, EssilorLuxottica guida l'evoluzione e la crescita del settore globale dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, a beneficio di tutti i suoi *stakeholder*, rendendo il suo business aziendale redditizio e sostenibile nel lungo termine.

---

<sup>118</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

### 4.3.2. Innovazione

L'innovazione è un *driver* strategico e un vantaggio competitivo decisivo per EssilorLuxottica. Le opportunità che presenta il settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare* sono una fonte di ispirazione che spinge il Gruppo a creare, sperimentare, perfezionare e implementare nuove idee e tecnologie. Combinando le competenze complementari di due pionieri del settore, Essilor e Luxottica, i team di R&S di EssilorLuxottica hanno dato vita ad alcune delle più grandi innovazioni per lenti e montature sperimentando nuove tecnologie, tecniche e materiali. Dall'innovazione del prodotto e del design alla reimmaginazione dell'esperienza del consumatore, fino alla creazione di nuovi modelli di business lungimiranti, l'approccio di EssilorLuxottica all'innovazione si concentra sulla comprensione delle esigenze dei consumatori in evoluzione. L'allungamento dell'aspettativa di vita, i cambiamenti negli stili di vita dei consumatori, l'evoluzione delle esigenze visive legate ai principali fattori socio-demografici (compresa l'intensa esposizione agli schermi digitali) e la maggiore consapevolezza dei problemi legati alla salute presentano sia notevoli sfide che opportunità per il settore dell'*eyecare*.

Le attività di R&S di EssilorLuxottica relative alla cura della vista comprendono tre segmenti: miopia, presbiopia e gestione della luce. In ognuno di questi segmenti, i nuovi prodotti introdotti sul mercato sono il risultato di un processo graduale che coinvolge diversi attori trasversali. Inoltre, il Gruppo ha sviluppato metodologie innovative per testare i suoi prodotti con i consumatori. Un esempio è HouseLab, che permette di osservare i portatori in situazioni reali e di imparare dalle loro esperienze. Inoltre, EssilorLuxottica ha iniziato a sviluppare e utilizzare un modo rivoluzionario per definire, testare e convalidare digitalmente nuove soluzioni grazie alla modellazione umana. Basato sull'innovazione della scienza della visione, sulla raccolta di dati da milioni di portatori e su algoritmi matematici avanzati, l'obiettivo di questa esclusiva tecnologia brevettata, chiamata Avatar, è di modellare nel modo più completo e preciso possibile ciò che significa per un individuo portare le lenti oftalmiche.

EssilorLuxottica ha più di 450 ricercatori che lavorano nelle sue strutture di R&S: un Transitions R&D Center in Irlanda (Galway) dedicato alle lenti fotocromatiche, un R&D Americas Center negli Stati Uniti (Dallas e Dudley) più due Centri di Innovazione e Tecnologie in Europa (Créteil, Francia) e Asia (Singapore, Bangkok e Shanghai)<sup>119</sup>. Questa rete globale di R&S permette al Gruppo di acquisire una comprensione unica delle esigenze dei consumatori e della struttura del mercato nelle regioni chiave, di sviluppare forti partnership di R&S con i principali esperti accademici e industriali e di ottimizzare la sua capacità di innovazione grazie alla vicinanza con i team locali di ingegneria.

Le attività di R&S di EssilorLuxottica relative al design degli occhiali e all'innovazione tecnologica comprendono il design industriale e le tecnologie delle montature. Ogni collezione e ogni montatura sono il risultato di un continuo processo di R&S che anticipa e interpreta i bisogni, i desideri e le aspirazioni dei consumatori di tutto il mondo. Designer e ingegneri esplorano costantemente nuove possibilità per espandere i confini del mondo dell'*eyewear*, creando modelli in cui l'innovazione stilistica si combina armoniosamente

---

<sup>119</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

con le tecnologie più avanzate, con nuovi materiali che offrono la capacità di ripensare stili e funzionalità. Lo studio di altri settori (dalla moda alla gioielleria, dal design alla tecnologia) sta ispirando a soluzioni che possono essere applicate all'*eyewear*: processo divenuto strategico in quanto gli occhiali da sole e da vista sono sempre più percepiti come accessori desiderabili e alla moda.

Concentrandosi sullo sviluppo di prodotti di qualità, EssilorLuxottica ha stabilito collaborazioni internazionali con università rispettate e note, tra cui l'Università di Stanford, l'Università di Padova, il Politecnico di Milano e l'Istituto Italiano di Tecnologia. L'eccellenza scientifica generata da queste collaborazioni contribuisce a influenzare la creazione di nuovi prodotti, nonché di nuovi concetti di business e tecnologie per sviluppare soluzioni efficaci e moderne per i consumatori. I punti salienti includono la collaborazione con:

- Stanford University, riguardo i sistemi di *imaging* che includono la cattura, l'elaborazione, la trasmissione e il *rendering* delle informazioni visive;
- Università di Padova, sulla ricerca e la formazione in materia di automazione;
- Politecnico di Milano, su varie tecnologie di ricerca, materiali, rivestimenti e processi avanzati;
- Istituto Italiano di Tecnologia, riguardo la visione artificiale per la tecnologia robotica applicata.



Figura 4.4: Il network della funzione R&S di EssilorLuxottica. Fonte: EssilorLuxottica, *Universal Registration Document* 2021.

EssilorLuxottica è costantemente impegnata nell'eccellenza operativa, attingendo alle nuove tecnologie e agli strumenti digitali per migliorare l'esperienza del consumatore. Il Gruppo ha investito molto in ambito di *digital transformation*, evolvendo il suo modo di operare sul mercato, sviluppando piattaforme digitali che collegano le sue operazioni ai suoi clienti e consumatori.

Dall'interazione online alla catena di fornitura, passando per la teleoptometria, la trasformazione digitale ha cambiato il modo in cui EssilorLuxottica si collega con milioni di consumatori e pazienti in tutto il mondo. Ha anche permesso di proporre opportunità e servizi digitali a beneficio di tutto il settore ottico, aprendo la strada a un processo di innovazione di cui beneficeranno tutti i *player* del settore.

EssilorLuxottica ha investito molto per portare le opportunità offerte dalla tecnologia digitale agli studi ottici e ai negozi al dettaglio di tutto il mondo. Le innovazioni includono lo *Smart Shopper* con la sua tecnologia di prova virtuale e gli esclusivi servizi di personalizzazione del prodotto. Completamente integrato con l'infrastruttura digitale del Gruppo, lo Smart Shopper offre una nuova esperienza *in-store*, dove i consumatori possono esplorare le collezioni di occhiali e i marchi del Gruppo.

Per offrire una *brand experience* sempre più integrata, EssilorLuxottica continua ad investire nella sua strategia *omnichannel*, sviluppando piattaforme *e-commerce* di proprietà per fornire servizi esclusivi di personalizzazione del prodotto, come ad esempio il *Virtual Try-On* sul sito della Ray-Ban. Per dare vita alle sue piattaforme di *e-commerce*, ai canali di vendita digitali B2B e ai servizi di personalizzazione dei prodotti, EssilorLuxottica sfrutta le competenze specializzate della sua *Render Factory* centralizzata per digitalizzare l'intero catalogo di occhiali e produrre internamente tutte le risorse visive necessarie. Recentemente introdotta, la tecnologia *Face Scanner* può identificare e analizzare le caratteristiche del viso per consigliare le montature esteticamente più adatte. EssilorLuxottica è stata la prima ad implementare la tecnologia delle vetrine digitali su larga scala nel settore ottico, rendendo la *customer experience* coinvolgente e ricca di contenuti. In breve tempo, il Gruppo è diventato uno dei più grandi *digital broadcaster* privati a livello globale, con circa 20.000 finestre digitali installate nei propri negozi e negli studi ottici dei clienti in tutto il mondo<sup>120</sup>.

#### **4.3.3. Risultati finanziari di EssilorLuxottica**

In questo paragrafo andremo ad analizzare i principali risultati finanziari di EssilorLuxottica registrati prima dell'integrazione di GrandVision con il fine, in seguito, di compararli con i risultati ottenuti dopo aver completato il processo acquisitivo.

---

<sup>120</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

La pandemia causata dal COVID-19 ha avuto significativi impatti negativi sui risultati di EssilorLuxottica, influenzando le attività di business e i ricavi registrati in tutte le aree geografiche e in tutti i segmenti di attività, in particolare nel primo semestre del 2020. Di conseguenza, il Gruppo ha registrato un fatturato totale di 14.429 milioni di euro nel 2020 rispetto ai 17.390 milioni di euro nel 2019, con una diminuzione del 17,0% (-29,0% nel primo semestre e -4,8% nel secondo semestre).

Il 18 aprile 2020, il Consiglio di Amministrazione ha approvato l'implementazione di un fondo COVID-19 per proteggere il capitale umano del Gruppo. Quest'ultimo ha sostenuto i propri dipendenti e le loro famiglie in difficoltà con una serie di iniziative lanciate in tutto il mondo. I relativi costi sono stati rilevati a Conto economico per circa 160 milioni di euro<sup>121</sup>, di cui la maggior parte sostenuti nel primo semestre del 2020 si riferiscono al:

- Supporto salariale, ovvero l'indennità integrativa volontaria concessa ai dipendenti in aggiunta alla Cassa integrazione e/o ad eventuali misure analoghe, come la Cassa Integrazione Guadagni italiana o la *Chômage Partiel* francese;
- Sostegno ai dipendenti sul posto di lavoro durante il periodo di restrizioni governative per il COVID-19;
- Sostegno globale ai dipendenti e alle loro famiglie;
- Mantenimento dell'assicurazione medica per i dipendenti in *furlough* (specialmente negli Stati Uniti);
- Fondi di soccorso per misure individuali, ad esempio il richiamo di dipendenti dall'estero.

L'utile netto è sceso a 149 milioni di euro dai 1.185 milioni di euro registrati nel 2019, riflettendo la contrazione delle attività dell'azienda causata dalla pandemia causata dal COVID-19.

| <i>€ milioni</i>       | <b>2020</b> | <b>2019</b>  | <b>2018</b>  |
|------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Ricavi                 | 14.429      | 17.390       | 10.799       |
| EBITDA                 | 2.588       | 3.800        | 2.117        |
| EBIT                   | 452         | 1.678        | 1.358        |
| Utile ante imposte     | 313         | 1.534        | 1.295        |
| <b>Risultato netto</b> | <b>149</b>  | <b>1.185</b> | <b>1.150</b> |

Figura 4.5: *Principali risultati del Conto Economico di EssilorLuxottica*<sup>122</sup>. Fonte: produzione propria

<sup>121</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>122</sup> Dati ottenuti consultando la piattaforma *Bloomberg*.



L'indebitamento netto del Gruppo (escluse le passività di *Leasing*) ammonta a 1.038 milioni di euro a fine dicembre 2020, in diminuzione di 860 milioni di euro rispetto alla posizione di fine dicembre 2019.

Le misure attuate dalla Società per far fronte alla pandemia causata dal COVID-19 hanno permesso la diminuzione dell'indebitamento netto. Inoltre, a fine maggio 2020, EssilorLuxottica ha emesso con successo obbligazioni per 3 miliardi di euro, i cui proventi possono essere utilizzati per scopi aziendali generali.

| <i>€ milioni</i> | <b>2020</b> | <b>2019</b> | <b>2018</b> |
|------------------|-------------|-------------|-------------|
| ROE              | 0,26%       | 3,09%       | 3,31%       |
| EBITDA margin    | 17,94%      | 21,85%      | 19,60%      |
| EBIT margin      | 3,13%       | 9,65%       | 12,58%      |
| Net Debt         | 2.975       | 4.046       | 1.913       |
| Debt/EBITDA      | 1,150       | 1,065       | 0,904       |
| D/E              | 0,091       | 0,115       | 0,058       |

Figura 4.6: *Principali Indici di Bilancio di EssilorLuxottica*<sup>123</sup>. Fonte: produzione propria

Gli indici di bilancio ci mostrano come, durante il periodo legato alla pandemia causata dal COVID-19, EssilorLuxottica ha registrato una significativa diminuzione del ROE, passando dal 3,09% allo 0,26%. Anche l'*EBIT margin* si deteriora, passando dal 9,65% al 3,13%. Dal punto di vista patrimoniale, si registra un peggioramento del rapporto D/E che varia da 0,115 a 0,091.

#### 4.4. GrandVision

GrandVision è una delle principali catene di *retail* ottico a livello globale, con oltre 7.200 negozi in più di 40 Paesi e una robusta piattaforma *omnichannel*. L'azienda offre ai propri clienti una vasta selezione di occhiali da vista e da sole, lenti a contatto e prodotti per la cura degli occhi.

Perseguendo la *mission* “*In Eye Care, We Care More*”, GrandVision opera da oltre cento anni mediante insegne locali affermate e riconosciute<sup>124</sup>.

<sup>123</sup> Dati ottenuti consultando la piattaforma *Bloomberg*.

<sup>124</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di GrandVision: [www.grandvision.it](http://www.grandvision.it)

A partire dal 1° luglio 2021, dopo aver collaborato per decenni con Essilor e Luxottica, GrandVision si è integrata con EssilorLuxottica.

#### 4.4.1. *Business Model*

GrandVision si distingue dagli altri *retailer* ottici in quanto offre ai consumatori una *customer journey omnichannel best-in-class*, la quale comprende la fornitura di prodotti accessibili e di alta qualità e di servizi oculistici esperti. GrandVision risponde anche alle aspettative degli *stakeholder* e alle esigenze in evoluzione della società spostando l'attenzione sull'integrazione di pratiche ambientali, sociali e di *Governance* (ESG), pilastri nel loro modello di business e nella loro strategia aziendale.

In GrandVision vengono gestite operazioni globali di vendita al dettaglio di occhiali che sono altamente adattabili alle esigenze dei consumatori locali e ai numerosi ambienti normativi. Le attività locali rivolte al cliente sono abilitate da una *value chain* del prodotto efficace e progressivamente centralizzata.

Il punto di forza di GrandVision è quello di offrire occhiali da vista, occhiali da sole e lenti a contatto di alta qualità a prezzi accessibili ai vari punti vendita di marca al dettaglio in tutto il mondo. Le attività principali comprendono la progettazione degli occhiali a marchio esclusivo, l'approvvigionamento di prodotti di marca di terzi, la gestione di una rete *omnichannel* al dettaglio in oltre 40 Paesi e l'impiego di una forza lavoro di oltre 39.000 professionisti che forniscono ai clienti servizi oculistici pluripremiati<sup>125</sup>.

GrandVision pone i clienti al centro del business aziendale, assicurandosi che la *customer experience* e i prodotti soddisfano gli standard che l'azienda si è prefissata. Inoltre, i clienti vengono supportati dal *customer journey omnichannel*, il quale comprende esami oculistici, applicazioni di lenti a contatto, consigli di stile per gli occhiali, abbonamenti per occhiali e lenti a contatto, nonché servizi di assistenza post-vendita.

Nel 2020, grazie ai continui miglioramenti del *customer service* e della *customer experience*, GrandVision riesce ad aumentare la propria *customer satisfaction*, la quale viene misurata attraverso il punteggio NPS<sup>126</sup>: il punteggio NPS di GrandVision è aumentato da 65 nel 2019 a 70 nel 2020.

GrandVision gestisce più di 30 importanti marchi di vendita al dettaglio di occhiali in oltre 40 Paesi che si rivolgono principalmente a segmenti di mercato medio-bassi; mentre, in Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Paesi Bassi, Norvegia, Messico, Spagna, Svezia e Svizzera, GrandVision gestisce un secondo marchio al dettaglio che serve un segmento di mercato medio-alto. Nel 2020, la base di negozi di GrandVision è diminuita a 7.260<sup>127</sup>. Nonostante la situazione pandemica legata al COVID-19, le aperture di negozi sono

---

<sup>125</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

<sup>126</sup> Il *Net Promoter Score* (NPS) è un indice, il cui valore può variare da -100 a +100, il quale misura la proporzione di “promotori” di un prodotto, marca o servizio, rispetto ai “detrattori”.

<sup>127</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

continue ad un ritmo significativo (sono stati aperti 187 negozi in tutta la rete). Come negli anni precedenti, GrandVision valuta la qualità della rete di negozi, con la conseguente chiusura di negozi strutturalmente non performanti, principalmente nelle Americhe e in Asia. La rete è stata anche influenzata dalle chiusure in India e in Italia e dall'abbandono delle attività in Cina.

Infine, la spina dorsale di tutte le attività rivolte ai clienti di GrandVision è la propria *Product Value Chain*, la quale supervisiona tutte le operazioni aziendali, tra cui:

- Progettare, sviluppare e attivare i prodotti del marchio esclusivo aziendale;
- Cura dell'assortimento del catalogo prodotti globale;
- Supervisione della selezione e della gestione dei fornitori;
- Assicurare che il giusto assortimento di prodotti sia consegnato in tempo, adattandolo ad ogni mercato;
- Impostare i migliori processi di distribuzione della categoria;
- Mantenere l'efficienza operativa con il fine di migliorare la *customer experience*;
- Valutare e integrare i mutevoli comportamenti dei clienti nella *customer buyer journey*.

#### **4.4.2. Business Strategy**

Nel 2020, GrandVision ha continuato a sviluppare ed impiegare gli *strategic accelerators* per raggiungere gli obiettivi chiave di medio termine per la crescita della redditività.

Nel dettaglio, gli *strategic accelerator* sono i seguenti<sup>128</sup>:

- Fidelizzare i clienti e aumentare il loro valore di vita: l'obiettivo è quello di fornire soluzioni oculistiche uniche, di alta qualità e convenienti ai consumatori. L'azienda mira a sfruttare la propria *best-in-class customer value proposition*, con una forte attenzione alla formazione dei dipendenti, al rinnovamento dei negozi e dei prodotti e alla conversione incrementale attraverso la piattaforma *omnichannel* aziendale;
- Creare una migliore *digital value proposition* e incrementare il business influenzato dal digitale: l'obiettivo è quello di sviluppare una piattaforma centrale di *e-commerce omnichannel* che integri i canali online senza soluzione di continuità con le operazioni dei negozi fisici. Per raggiungere questa finalità, GrandVision utilizza il proprio sistema innovativo di prenotazione di appuntamenti online, la CRM *Customer 360* e una piattaforma di personalizzazione del marketing *data-driven*, combinata con capacità di *e-fulfillment*;

---

<sup>128</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

- Aumentare la catena del valore del prodotto *end-to-end* e sfruttare le economie di scala: l'obiettivo è quello di operare la più efficiente *value chain* globale. Il processo di trasformazione va dal consolidamento dei fornitori e dei siti di produzione alla creazione di assortimenti standardizzati a livello globale, oltre a stabilire modelli di *showroom* in ogni negozio, creando una migliore trasparenza dei dati e dei processi di gestione in tutto il mondo. Vengono aumentati i margini, vengono migliorate le condizioni di acquisto e vengono sviluppati efficaci processi internazionali del *go-to-market*. L'infrastruttura IT standardizzata di GrandVision fornisce efficienza: vengono installati sistemi digitali e conoscenze globali, creando e gestendo una catena del valore globale *end-to-end*, compresi i prodotti a marchio esclusivo e l'approvvigionamento, oltre all'implementazione di processi e sistemi standardizzati in tutte le aree rilevanti;
- Creare un modello operativo "snello": GrandVision mira ad accelerare la standardizzazione e la semplificazione dei processi in tutti i settori di aziendali, implementando un sistema di supporto informatico standardizzato per ridurre i costi operativi ed eliminare la duplicazione e la complessità dei processi e delle procedure;
- Espansione in mercati ad alto potenziale con un modello operativo collaudato e acquisizioni *bolt-on*: GrandVision mira a crescere organicamente attraverso acquisizioni *bolt-on* nei mercati che hanno dimostrato di abbracciare il modello operativo dell'azienda. Inoltre, viene considerata selettivamente la crescita in nuovi mercati;
- Aumentare l'esperienza e la tecnologia nel campo oculistico: GrandVision investe in nuove tecnologie come l'optometria a distanza, le scansioni avanzate della salute degli occhi e i test oculistici online. Viene data priorità a questi servizi con il fine di rafforzare la competenza oculistica nel settore attraverso l'*Eye Care Council*, il quale migliorerà ulteriormente la reputazione di GrandVision come leader mondiale nell'*eyecare*.

Allo stesso tempo, l'azienda ha accelerato la strategia *omnichannel*, la quale ha permesso un migliore adattamento e la soddisfazione delle esigenze dei clienti.

Il raggiungimento di *key milestones* strategiche nel 2020 da parte di GrandVision, compresa l'accelerazione dell'*omnichannel journey*, è stato supportato dal catalogo globale di prodotti, da una forte performance della categoria delle lenti a contatto, dal lancio di un sistema POS migliorato e dall'evoluzione del primo *Regional Fulfillment Hub*, situato a Porto, il quale serve cinque paesi del Nord e Sud Europa. Essi sono stati sostenuti dalla forte crescita che GrandVision ha riscontrato dall'attività di *e-commerce*, così come le operazioni ottimizzate per offrire i migliori prodotti nel momento più appropriato e con una *customer experience best-in-class*. Questo ha contribuito all'aumento della *customer satisfaction*, ottenendo una maggiore fidelizzazione dei clienti.

La *value proposition* di GrandVision si differenzia da quella dei suoi principali *competitor* grazie ad una rete di vendita al dettaglio all'avanguardia, ad un catalogo prodotti unico, alle *digital capabilities* e allo sfruttamento di economie di scala globali.

Per mantenere una leadership globale e per migliorare la propria *value proposition*, GrandVision ha basato la propria *business strategy* su cinque priorità fondamentali:

1. Guidare la crescita dei ricavi comparabili: raggiungimento di una crescita comparabile, fornendo soluzioni oculistiche uniche, di alta qualità e convenienti ai consumatori, nonché attraverso le vendite *e-commerce*. L'azienda mira a concentrarsi sull'offerta di una *value proposition best-in-class*, tra cui il *customer journey omnichannel*, l'attraente assortimento di prodotti, i prezzi ed un servizio clienti esperto. La strategia di GrandVision è quella di posizionarsi come leader globale dell'*eyecare* e di continuare ad aumentare la fiducia e la fedeltà dei clienti;
2. Ottimizzare la rete di negozi esistente: l'azienda vuole stabilire e mantenere lo status di “*destination shopping*” per tutti i negozi GrandVision. Per il raggiungimento di questo obiettivo, l'azienda ha creato una piattaforma più strutturata ed efficace per il coinvolgimento dei clienti ed una crescita comparabile, lanciando un nuovo concetto di negozio contemporaneo. Un altro principale obiettivo è il raggiungimento di una più forte posizione di mercato e l'aggiunta di nuovi negozi alla rete aziendale, avendo il fine di aumentare ulteriormente la vicinanza ai propri clienti;
3. Accelerare la crescita attraverso le *digital capabilities*: GrandVision mira a diventare un leader dell'*eyecare omnichannel*, raggiungendo più del 10% delle vendite generate dall'*e-commerce* entro il 2025. Gli *omnichannel tools* migliorati includono prenotazioni avanzate di appuntamenti online, *store locator*, siti web *mobile-first*, un CRM *Customer 360* avanzato ed una piattaforma *omnichannel customer service desk*. Inoltre, l'azienda sta concentrando la propria attenzione sul guidare la crescita delle *digitally-influenced store sales*: questo assicura un'efficace presenza online e l'ottenimento di determinati servizi per il coinvolgimento dei consumatori nel mondo digitale, attirandoli negli *store*;
4. Sfruttare le economie di scala e le competenze globali: GrandVision vuole ottimizzare le *operations* per garantire un più efficiente modello operativo di vendita al dettaglio ottico a livello mondiale. Per raggiungere questo obiettivo, l'azienda mira ad una gestione del mercato locale supportata da forti economie di scala globali. Nel corso della storia di GrandVision sono state aggiunte molte nuove attività e mercati attraverso acquisizioni, il quale ha portato ad una forte crescita e ad un'impronta internazionale ancora più ampia. Tutti i singoli marchi di vendita al dettaglio hanno forti capacità operative; tuttavia, alla luce del consolidamento accelerato del settore e delle nuove sfide strategiche poste dal digitale e dai concetti verticali monomarca, GrandVision ha implementato maggiori capacità globali per creare le necessarie economie di scala. Il fulcro delle attività centrali è l'installazione di sistemi e conoscenze digitali globali e la creazione e gestione di una catena del valore globale *end-to-*

*end*. Questi includono un catalogo di prodotti ed un approvvigionamento armonizzati, oltre a processi e sistemi di distribuzione standardizzati a livello globale;

5. Raggiungere una posizione di leadership in tutti i mercati nei quali l'azienda opera: il fine è quello di accelerare la crescita redditizia e superare la propria concorrenza. Per fare ciò, GrandVision sta consolidando le proprie posizioni in ogni mercato in cui è presente.

Le capacità di *omnichannel* e di *Product Value Chain end-to-end* nelle quali GrandVision investe sono incorporate nei sei *strategic accelerators* dell'azienda, analizzati.

#### **4.4.3. Risultati finanziari di GrandVision**

Anche in questo paragrafo, come fatto in precedenza con EssilorLuxottica, andremo a vedere nel dettaglio i principali risultati finanziari ottenuti da GrandVision prima che è entrata ufficialmente a far parte di EssilorLuxottica a partire dal 1° luglio 2021.

GrandVision ha registrato 3.481 milioni di euro di ricavi nel 2020. Nonostante la forte resilienza dimostrata dal business, il fatturato è stato del 12,2% inferiore rispetto al 2019, a tassi di cambio costanti. I ricavi comparabili sono diminuiti nel periodo del 14,1%, guidati dalle chiusure temporanee dei negozi legate alla pandemia COVID-19 nella prima metà del 2020<sup>129</sup>.

Nel 2020, le vendite totali di *e-commerce* sono cresciute dell'85%, mentre le vendite di *e-commerce* generate dai marchi *retail* sono più che raddoppiate rispetto all'anno precedente<sup>130</sup>.

Le vendite a livello di sistema, che riflettono le vendite al dettaglio dei negozi di proprietà di GrandVision più quelle dei suoi *franchisee*, sono diminuite del 13,4% a 3.818 milioni di euro, rispetto ai 4.407 milioni di euro nel 2019<sup>131</sup>.

---

<sup>129</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

<sup>130</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

<sup>131</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

| <i>€ milioni</i>       | <b>2020</b> | <b>2019</b> | <b>2018</b> |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Ricavi                 | 3.481       | 4.039       | 3.721       |
| EBITDA                 | 778         | 927         | 557         |
| EBIT                   | 60          | 324         | 337         |
| Utile ante imposte     | 9           | 275         | 319         |
| <b>Risultato netto</b> | <b>(45)</b> | <b>195</b>  | <b>237</b>  |

Figura 4.7: *Principali risultati del Conto Economico di GrandVision*<sup>132</sup>. Fonte: produzione propria

Come possiamo evincere dalla figura 4.7, il risultato operativo (EBIT) è diminuito da 324 milioni di euro nel 2019 a 60 milioni di euro nel 2020, riflettendo la diminuzione a livello di EBITA, nonché maggiori oneri di svalutazione.

La diminuzione del risultato operativo da 337 milioni di euro nel 2018 a 324 milioni di euro nel 2019 include l'effetto positivo dell'IFRS 16<sup>133</sup>, in base al quale i costi di occupazione sono suddivisi in ammortamento dei beni di diritto d'uso e interessi passivi sui *leasing*.

Il risultato netto è diminuito da 195 milioni di euro nel 2019 a -45 milioni di euro nel 2020 a causa del forte impatto negativo durante il primo trimestre del 2020, dovuto alle restrizioni governative applicate per contrastare la pandemia causata dal COVID-19, la quale ha comportato un calo delle vendite. Si può evincere che anche dal 2018 al 2019 il risultato netto è diminuito, passando da 237 milioni di euro nel 2018 a 195 milioni di euro nel 2019.

| <i>€ milioni</i> | <b>2020</b> | <b>2019</b> | <b>2018</b> |
|------------------|-------------|-------------|-------------|
| ROE              | -3,70%      | 15,53%      | 21,14%      |
| EBITDA margin    | 22,35%      | 24,70%      | 15,10%      |
| EBIT margin      | 1,72%       | 8,02%       | 9,06%       |
| Net Debt         | 1.836       | 2.151       | 740         |
| Debt/EBITDA      | 2,360       | 2,320       | 1,329       |
| D/E              | 1,590       | 1,702       | 0,642       |

Figura 4.8: *Principali Indici di Bilancio di GrandVision*<sup>134</sup>. Fonte: produzione propria

<sup>132</sup> Dati ottenuti consultando la piattaforma *Bloomberg*.

<sup>133</sup> GrandVision, *Annual Report 2020*.

<sup>134</sup> Dati ottenuti consultando la piattaforma *Bloomberg*.

Dai dati riguardanti i principali Indici di Bilancio di GrandVision, possiamo evincere come nel 2020 ci sia stata una brusca diminuzione del ROE, passando dal 15,53% nel 2019 al -3,70%. Anche l'EBIT *margin* ha subito una diminuzione: nel 2020, infatti, registriamo un EBIT *margin* uguale a 1,72%, rispetto all'8,02% registrato nel 2019 e al 9,06% nel 2018. GrandVision mira a mantenere un *leverage ratio* (Net Debt/EBITDA) pari o inferiore a 2, ma nel 2020 si registra un valore pari a 2,360.

Per quanto riguarda il D/E, possiamo evincere che nel 2020 GrandVision registra un valore pari a 1,590, al di sotto della soglia di rischio.

I piani di continuità aziendale e l'eccellenza operativa basata sui fondamenti delle iniziative strategiche a lungo termine poste dall'azienda hanno permesso di mitigare parzialmente gli effetti della pandemia COVID-19.

La strabiliante performance dell'attività dell'*e-commerce* ha più che compensato l'interruzione del business globale causata dalla situazione pandemica generata dal COVID-19. Inoltre, una maggiore attenzione ad una *customer journey omnichannel* ha contribuito alla buona performance di fondo di GrandVision, nonostante le negative contingenze causate dalla pandemia.

#### 4.5. L'operazione di acquisizione di GrandVision

L'acquisizione di GrandVision rappresenta un traguardo importante per EssilorLuxottica ed un passo significativo nella realizzazione del progetto del Gruppo<sup>135</sup>. EssilorLuxottica ha annunciato il 31 luglio 2019 l'intenzione di acquisire il 100% del capitale di GrandVision, proseguendo il fine di dar vita ad una realtà integrata a livello globale.

Il 1° luglio 2021, dopo aver ricevuto le approvazioni richieste dalle autorità antitrust rilevanti, EssilorLuxottica ha annunciato di aver completato l'acquisizione della partecipazione del 76,72% di GrandVision detenuta da HAL Optical Investments<sup>136</sup>. L'operazione era in linea con i termini dell'accordo sottoscritto con HAL nel luglio 2019, ad un prezzo di 28,42 euro per azione, equivalente ad un *Enterprise Value* pari a 8,0 miliardi di euro e corrispondente ad un multiplo EV/EBITDA pari a circa 14x sulla base dei dati di bilancio 2018.

Il 7 ottobre 2021, il Gruppo ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulla totalità delle azioni rimanenti di GrandVision, che ha portato EssilorLuxottica a detenere il 99,73% delle azioni di GrandVision. A seguito del periodo di post-adesione che si è chiuso il 20 dicembre 2021, EssilorLuxottica deteneva

---

<sup>135</sup> Per ulteriori informazioni in merito consultare il seguente report:

[https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2019-07/2019\\_07\\_31-EssilorLuxottica\\_GrandVision%20-%20IT.pdf](https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2019-07/2019_07_31-EssilorLuxottica_GrandVision%20-%20IT.pdf)

<sup>136</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)



complessivamente circa il 99,84% del capitale sociale emesso di GrandVision. Il 10 gennaio 2022 viene effettuato il *delisting* di GrandVision.

In seguito, il 14 aprile 2022, EssilorLuxottica annuncia di aver acquisito anche la restante parte delle azioni di GrandVision, arrivandone a detenere il 100%<sup>137</sup>.

Grazie a GrandVision, il Gruppo potrà esplorare nuovi orizzonti di crescita, digitalizzazione, distribuzione e innovazione, creando valore per tutto l'ecosistema.

#### 4.5.1. Approvazioni Antitrust

Nel 2019 e nel 2020, la proposta di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, annunciata il 31 luglio 2019, è stata autorizzata incondizionatamente dalle Autorità Antitrust di Stati Uniti, Russia, Colombia, Messico e Brasile.

Nel primo semestre del 2021, la Proposta di Acquisizione è stata autorizzata dalle restanti Autorità Antitrust:

- il 23 marzo 2021, la Commissione Europea ha concesso l'approvazione finale subordinatamente alla cessione delle attività di vendita al dettaglio di prodotti ottici in Belgio (35 negozi della catena "GrandOptical", senza il banner), Olanda (142 negozi della catena "EyeWish", incluso il banner) ed Italia (174 negozi della catena "VistaSì", incluso il banner, e della catena "GrandVision by", senza il banner);
- il 9 aprile 2021, l'autorità cilena di regolamentazione del mercato FNE (*Fiscalía Nacional Económica*) ha autorizzato la Proposta di Acquisizione a seguito dell'impegno a cedere le attività cilene di GrandVision sotto l'insegna "Rotter Y Krauss";
- il 10 Giugno 2021, l'Autorità Turca per la Concorrenza (TCA) ha dato la sua autorizzazione dopo che EssilorLuxottica ha assunto alcuni impegni comportamentali riguardanti la conduzione delle sue attività in Turchia.

Con l'approvazione condizionata dell'Autorità Turca per la Concorrenza, sono state ottenute tutte le approvazioni normative per la chiusura della Proposta di Acquisizione.

---

<sup>137</sup> Per ulteriori informazioni in merito consultare il seguente report: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/0f1dd4ab-05c6-4771-bfeb-fe4920374f04>

#### 4.5.2. Chiusura dell'operazione e fasi successive

Il 1° luglio 2021, EssilorLuxottica ha completato l'acquisizione di una partecipazione del 76,72% in GrandVision da Hal Optical Investments B.V. (HAL), una società interamente controllata da HAL Holding, ai sensi dell'accordo commerciale in blocco stipulato con HAL il 30 luglio 2019, il “BTA”.

A seguito del completamento della transazione contemplata dal BTA, EssilorLuxottica ha acquisito il controllo predominante su GrandVision e ha avuto l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica obbligatoria per tutte le azioni in circolazione della stessa, in conformità con le norme applicabili dell'offerta pubblica olandese.

Il 7 e il 20 settembre 2021, EssilorLuxottica ha acquistato, rispettivamente, 16.902.305 e 8.431.388 azioni ordinarie GrandVision da più azionisti. Tali azioni sono state acquistate allo stesso prezzo pagato da EssilorLuxottica nell'ambito del BTA, ossia 28,42 euro per azione, con un totale di 720 milioni di euro.

Il 7 ottobre 2021, EssilorLuxottica e GrandVision hanno annunciato congiuntamente il lancio dell'offerta pubblica obbligatoria raccomandata a tutti i titolari di azioni ordinarie GrandVision ad un prezzo di offerta di 28,42 euro per azione in contanti. L'offerta è stata sostenuta e raccomandata all'unanimità dal Consiglio di amministrazione di GrandVision.

Il periodo di accettazione dell'Offerta è iniziato l'8 ottobre 2021 e si è concluso il 3 dicembre 2021. Durante il periodo di accettazione, 33.225.412 azioni ordinarie di GrandVision sono state portate in adesione all'Offerta, rappresentando una quota di circa il 13,06% del capitale sociale di GrandVision e un valore complessivo di circa 944 milioni di euro (liquidati in contanti l'8 Dicembre 2021).

Un periodo post-accettazione è stato lanciato dal 7 dicembre 2021 al 20 dicembre 2021. Durante il periodo di post-accettazione, 268.744 azioni ordinarie di GrandVision sono state portate in adesione all'Offerta, rappresentando un interesse pari a circa lo 0,11% del capitale sociale emesso da GrandVision e un valore complessivo di circa 8 milioni di euro, il quale è stato regolato in contanti il 23 dicembre 2021.

Al termine dell'Offerta, EssilorLuxottica detiene direttamente 254.031.577 azioni ordinarie di GrandVision, pari al 99,84% del capitale sociale di GrandVision, il 99,89% delle azioni emesse e in circolazione di GrandVision.

Avendo acquisito più del 95% delle azioni emesse e in circolazione di GrandVision, EssilorLuxottica ha, quindi, annunciato l'intenzione di delistare le azioni di GrandVision da Euronext Amsterdam e di avviare una procedura obbligatoria per l'acquisto delle azioni GrandVision che non hanno portato in adesione all'offerta. In tale procedura, avviata il 22 dicembre 2021, agli azionisti di minoranza di GrandVision rimasti viene offerto il prezzo dell'offerta, ovvero 28,42 euro per azione.

Euronext ha approvato il *delisting* delle azioni di GrandVision da Euronext Amsterdam, che ha avuto luogo il 10 gennaio 2022.

## 4.6. Le motivazioni dell'acquisizione e le sinergie ricercate

In questo paragrafo andremo ad analizzare le motivazioni che hanno spinto EssilorLuxottica ad acquisire GrandVision, mettendo in evidenza le sinergie ricercate dietro questa operazione.

L'acquisizione di GrandVision consentirà al settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare* di ottenere un elevato potenziale di crescita. Completando ulteriormente l'ambito di attività di EssilorLuxottica, pur mantenendo il suo modello di business aperto, l'operazione di acquisizione integra gli anni di esperienza e di successo di GrandVision nel mettere il cliente al centro della propria attività. Inoltre, l'acquisizione offre a EssilorLuxottica l'opportunità di rafforzare il suo business *direct-to-consumer*, beneficiando delle tecnologie, delle competenze e del capitale umano di GrandVision, i quali ne hanno decretato il successo.

Espandendo le sue operazioni al dettaglio, pur mantenendo una forte distribuzione all'ingrosso, EssilorLuxottica aumenterà la sua capacità di guidare il coinvolgimento dei consumatori in modo più efficace per elevare lo standard della *customer experience* nei vari punti vendita, con il risultato di esami della vista più regolari, prescrizioni aggiornate ed una maggiore disponibilità di molteplici prodotti per la cura della vista su misura. Allo stesso tempo, GrandVision beneficerà dell'eccezionale innovazione di prodotto, produzione e commercializzazione di EssilorLuxottica, del sistema informatico integrato, del portafoglio di marchi, della *supply chain* all'avanguardia, dello sviluppo dei talenti e degli strumenti e delle competenze digitali per favorire un rapporto sempre più stretto ed *omnichannel* con i propri consumatori.

Dunque, grazie al *know-how* e alle *capabilities* di GrandVision, EssilorLuxottica potrà esplorare nuovi orizzonti di crescita, digitalizzazione, distribuzione ed innovazione, creando valore.

Possiamo ritenere che l'operazione di acquisizione di GrandVision abbia un importante valore strategico per EssilorLuxottica in quanto<sup>138</sup>:

- Completa la presenza di EssilorLuxottica nel mercato *retail* europeo, l'unica area in cui il Gruppo ha una presenza limitata e dove, quindi, EssilorLuxottica non ha sviluppato un modello verticalmente integrato. La combinazione, infatti, ha sovrapposizioni geografiche limitate, dato che circa l'85% dei ricavi di GrandVision sono generati in Europa, dove EssilorLuxottica ha una presenza molto limitata (quasi solo in Italia, nel segmento della prescrizione). Il restante 15% dei ricavi è realizzato nelle aree dell'America Latina, Nord America e Asia Pacifica;
- Offre una piattaforma distributiva molto interessante in termini di densità (GrandVision ha una forte leadership nei mercati chiave in cui opera) e di redditività (15-16% di margine EBITDA, con un FCF di circa 200 milioni di euro);

---

<sup>138</sup> EQUITA, *EssilorLuxottica – Interest in GrandVision*, 18 Luglio 2019.

- Offre spazio per sinergie di ricavi e di costi, anche se il posizionamento di GrandVision (maggiormente incentrato sui marchi a valore e di proprietà) non è attualmente ideale per spingere la penetrazione dei marchi di EssilorLuxottica (in particolare con riferimento alle montature). Ulteriori sinergie di costo possono verificarsi in aree come il Nord America, l'America Latina e l'Asia Pacifica, dove GrandVision ha margini molto inferiori alla media del Gruppo a seguito della mancanza di scala e in mercati come l'Italia, dove il consolidamento del primo e del secondo operatore del settore potrebbe portare un beneficio di scala significativo in un mercato altamente frammentato.

Sulla base di stime fornite da EQUITA, il valore delle sinergie a regime su base annua si attesterebbe intorno ai 100 milioni di euro, corrispondente a circa il 3% dei costi operativi. EssilorLuxottica non ha invece mai fornito indicazioni ufficiali sul valore delle sinergie e anche a seguito di un contatto diretto con l'ufficio di Investor Relations della società è stato confermato che *“EssilorLuxottica non fornisce alcuna informazione sulle sinergie, poiché il formato della guida si basa solo su KPI a livello di gruppo”* e che *“EssilorLuxottica ha appena iniziato l'integrazione di GrandVision, legalmente abilitata solo dopo il completamento del processo di offerta”*.

#### **4.7. La valutazione di GrandVision**

La valutazione del valore del capitale di GrandVision, come già detto, si articolerà nell'utilizzo di due tecniche di valutazione che sono spesso utilizzate in maniera complementare: il *Discounted Cash Flow* (DCF), come metodo principale di valutazione in quanto tecnica di valutazione assoluta, e il metodo dei multipli, approccio relativo che si fonda su valori di mercato e che, nella pratica professionale, viene frequentemente utilizzato dagli esperti del settore come metodo di controllo della valutazione ottenuta tramite il DCF.

Ognuno di questi due metodi di valutazione necessita di vari step per l'ottenimento degli input da inserire nel modello di valutazione. Dunque, sarà necessario ottenere questi input e/o creare delle assunzioni riguardo questi ultimi, partendo dalle informazioni disponibili prima della data di annuncio dell'acquisizione di GrandVision.

#### 4.7.1. Stima dei flussi di cassa prospettici e la valutazione con il *Discounted Cash Flow model*

Il primo step da compiere nell'ambito della valutazione di GrandVision tramite il *Discounted Cash Flow model* è quello di andare a stimare i flussi di cassa della società per un determinato periodo di previsione. Data la natura del settore in cui opera GrandVision, è opportuno utilizzare un periodo di previsione pari a 5 anni oltre l'ultimo anno di bilancio consuntivo, in coerenza con le *best practice*. Attuiamo ciò con il fine di stimare in maniera puntuale i flussi di cassa dei 5 anni di previsione, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili alla data in cui è stata annunciata l'operazione.

Oltre il quinto anno, invece, data la maggiore incertezza e variabilità connesse alle varie voci di bilancio, si utilizzerà in maniera diretta una stima del flusso di cassa del sesto anno, sulla base del flusso del quinto anno. In seguito, il flusso di cassa del sesto anno verrà utilizzato nel calcolo del *Terminal Value* della società.

Con il fine di determinare i flussi di cassa nel periodo previsionale, è necessario fare una serie di assunzioni riguardanti le varie poste comprese tra i ricavi e il flusso disponibile a creditori e azionisti e partire poi dai valori in consuntivo applicandovi tali assunzioni.

Essendo GrandVision, fino al 2022, una società quotata su un mercato regolamentato (Borsa di Amsterdam), è possibile trovare alcuni documenti informativi pubblicati dalla società stessa a beneficio degli investitori. Da tali documenti<sup>139</sup>, datati 2019, è possibile estrarre alcune informazioni molto preziose ai fini della determinazione dei flussi di cassa di GrandVision tra il 2019 (primo anno di previsione) e il 2023.

Altre assunzioni, al contrario, sono costruite sulla base di consolidate pratiche professionali utilizzate nella valutazione societaria. Le assunzioni sono le seguenti:

- Ricavi ed EBITDA cresceranno al tasso del 7% nel 2019, al tasso del 6,5% nel 2020, del 6% nel 2021, del 5,5% nel 2022 e del 5% nel 2023;
- Tasso di crescita a lungo termine relativo ai flussi di cassa pari all'1,5%, in coerenza con i valori dell'inflazione prevista nel lungo termine;
- Variazione del Capitale Circolante Netto (CCN) in proporzione costante rispetto ai ricavi, pari allo 0,5% registrato nel 2018, in quanto per supportare la crescita dei ricavi è necessario un proporzionale aumento del CCN;
- La società prevede che la percentuale di CAPEX / Ricavi rimanga costante in un range tra il 4% e il 6% fino al 2023. Dunque, si evince che sia ragionevole utilizzare un valore medio del 5%;
- Gli ammortamenti sono stati stimati sulla base del valore degli ultimi tre anni e tenendo in considerazione gli investimenti prospettici;

---

<sup>139</sup> GrandVision, *Capital Market Day 2018*; GrandVision, *Annual Report 2018*; GrandVision, *Annual Report 2019*.

- L'aliquota fiscale del periodo di previsione è anch'essa assunta costante e pari alla media degli ultimi 3 anni di consuntivo, pari al 27,38%.

Per quanto concerne il costo medio ponderato del capitale, il WACC, è stato ipotizzato pari al 6,49%, valore coerente con quelli determinati dagli analisti di mercato e con quanto indicato nei bilanci delle società del settore. Di seguito, esplicheremo le assunzioni che sono state poste per le varie componenti del WACC.

Per il costo dell'equity, calcolato come  $R_f + \text{Beta} * (\text{Equity Risk Premium})$ , le assunzioni riguardanti le varie componenti sono le seguenti:

- Il *risk-free rate* è stato assunto essere pari alla media dei rendimenti del Bund tedesco a 10 anni<sup>141</sup>;
- L'*Equity Risk Premium* viene assunto pari al 5,96%, valore estratto dalla tabella pubblicata dal Prof. Damodaran per il 2018<sup>142</sup>; a tale valore è stato aggiunto prudenzialmente un ulteriore 1,0%;
- Per il *Levered Beta*, pari a 1, si sono presi come riferimento i valori stimati dal Prof. Damodaran per il settore di riferimento<sup>143</sup>.

Con tali assunzioni si ottiene un costo dell'equity pari a 7,39%.

Le assunzioni per il costo del debito, invece, sono le seguenti:

- Il *risk-free rate* è stato assunto uguale a quello utilizzato per il costo dell'equity;
- lo *spread* è stato stimato pari al 1,5%, valore prudente rispetto al mercato di riferimento nell'anno 2018;
- L'aliquota fiscale utilizzata è stata calcolata come media dei 3 anni precedenti.

Il costo del debito *after-tax* ottenuto è, dunque, 1,40%.

Per calcolare il WACC ponderiamo i valori ottenuti del costo dell'equity e del debito per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria di EssilorLuxottica post-acquisizione (in maniera prospettica), che sono rispettivamente pari all'85% e al 15%.

Dunque, partendo dai valori del 2018<sup>145</sup>, si può calcolare l'EBIT di ogni anno del periodo di previsione e calcolarvi poi le tasse figurative, in modo da ottenere il NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), definito come il profitto netto annuo di creditori e azionisti.

<sup>141</sup> Investing.com, Rendimento obbligazione Germania 10 anni: <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>

<sup>142</sup> Damodaran A., 2019, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2019 Edition*. New York University - Stern School of Business.

<sup>143</sup> Damodaran: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)

<sup>145</sup> GrandVision, *Annual Report 2018*.

Al termine dei nostri calcoli, si ottengono le seguenti previsioni:

| <i>€ milioni</i>           | 2019E      | 2020E      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Ricavi                     | 3.981      | 4.240      | 4.495      | 4.742      | 4.979      |
| <b>EBITDA</b>              | <b>596</b> | <b>635</b> | <b>673</b> | <b>710</b> | <b>745</b> |
| EBITDA <i>margin</i>       | 15%        | 15%        | 15%        | 15%        | 15%        |
| Ammortamenti               | -201       | -214       | -227       | -239       | -251       |
| <b>EBIT</b>                | <b>395</b> | <b>421</b> | <b>446</b> | <b>470</b> | <b>494</b> |
| Tasse figurative sull'EBIT | -108       | -115       | -122       | -129       | -135       |
| <b>NOPAT</b>               | <b>287</b> | <b>305</b> | <b>324</b> | <b>342</b> | <b>359</b> |

Figura 4.9: *Calcolo dell'EBIT e del NOPAT*. Fonte: elaborazione propria.

A partire dal NOPAT, è poi necessario fare una serie di aggiustamenti relativi ai valori che non hanno manifestazione monetaria durante l'anno, in modo da ottenere il *Free Cash Flow* (FCF), il flusso di cassa disponibile per creditori e azionisti.

Ciò consiste sostanzialmente nel sommare di nuovo gli ammortamenti e poi sottrarre le CAPEX e la variazione del CCN, ottenendo i seguenti FCF:

| <i>€ milioni</i> | 2019E      | 2020E      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>NOPAT</b>     | <b>287</b> | <b>305</b> | <b>324</b> | <b>342</b> | <b>359</b> |
| Ammortamenti     | 201        | 214        | 227        | 239        | 251        |
| CAPEX            | -199       | -212       | -225       | -237       | -249       |
| Variazione CCN   | -19        | -20        | -22        | -23        | -24        |
| <b>FCF</b>       | <b>270</b> | <b>287</b> | <b>304</b> | <b>321</b> | <b>337</b> |

Figura 4.10: *Calcolo dei FCF*. Fonte: elaborazione propria.

Una volta determinati i flussi di cassa lungo il periodo di previsione, è necessario andarli a scontare con un tasso di sconto calcolato con la seguente formula:  $\frac{1}{(1+WACC)^n}$ , con  $n$  che rappresenta il numero di anni dopo l'anno base della nostra valutazione, l'anno 2018.

Parte fondamentale della valutazione è il calcolo del *Terminal Value*, calcolato moltiplicando il FCF del quinto anno per il fattore:  $(1+g)$ , scontandolo ad un tasso pari al  $(WACC - g)$  per riportarne il valore al quinto anno, scontando in seguito il tutto per 5 anni.

| € milioni         | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCF               |       | 270   | 287   | 304   | 321   | 337   |
| WACC              |       | 6,49% |       |       |       |       |
| Fattori di Sconto |       | 0,94  | 0,88  | 0,83  | 0,78  | 0,73  |
| FCF scontati      |       | 253   | 253   | 252   | 250   | 246   |
| Terminal Value    | 4.940 |       |       |       |       |       |

Figura 4.11: Calcolo dei Terminal Value. Fonte: elaborazione propria.

Arrivati a questo punto, l'Enterprise Value può essere calcolato sommando al Terminal Value i flussi di cassa scontati relativi al periodo di previsione. In seguito, per definire il Valore di mercato del Capitale Netto (Equity Value), è necessario sottrarre all'Enterprise Value le Passività Finanziarie e sommarvi Cassa ed Equivalenti.

| € milioni                     | 2018A          | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FCF scontati                  |                | 253   | 253   | 252   | 250   | 246   |
| Terminal Value                | 4.940          |       |       |       |       |       |
| Enterprise Value              | 6.195          |       |       |       |       |       |
| Passività Finanziarie         | 878            |       |       |       |       |       |
| Cassa ed Equivalenti          | 138            |       |       |       |       |       |
| Posizione Finanziaria Netta   | 740            |       |       |       |       |       |
| Equity Value                  | 5.455          |       |       |       |       |       |
| Numero di Azioni (31/12/2018) | 253,77         |       |       |       |       |       |
| <b>Prezzo per Azione</b>      | <b>21,50 €</b> |       |       |       |       |       |

Figura 4.12: Calcolo del Prezzo per Azione. Fonte: elaborazione propria.

Si evince un Prezzo per Azione pari a €21,50. In seguito, sulla base di tale valore ottenuto, ai fini della completezza dell'analisi, è utile svolgere una *Sensitivity Analysis* riguardante due delle assunzioni più importanti del modello: il WACC e il tasso di crescita  $g$ .

L'analisi di sensitività viene svolta partendo dal valore dello scenario base riguardante queste due variabili, aggiungendo/sottraendo un valore del 0,5%, come da pratica professionale.

Dunque, si ottiene una tabella il cui output è il prezzo per azione come combinazione dei tre scenari per ognuna delle due variabili:

|         |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|
| 21,50 € | 1%     | 1,5%   | 2%     |
| 6%      | 21,96€ | 24,17€ | 26,93€ |
| 6,5%    | 19,67€ | 21,43€ | 23,59€ |
| 7%      | 17,75€ | 19,19€ | 20,92€ |

Figura 4.13: Sensitivity Analysis. Fonte: elaborazione propria.



Sulla base delle ipotesi sopra evidenziate, l'*Enterprise Value* di GrandVision risulta compreso tra 5.245 milioni di euro e 7.574 milioni di euro, corrispondente ad un *Equity Value* compreso tra 4.505 milioni di euro e 6.834 milioni di euro. Considerando il numero di azioni complessive pari a 253,77 milioni, il prezzo per azione è compreso tra €17,75 e €26,93.

Partendo dalle assunzioni di cui sopra, è possibile stimare il valore per azione creato dalle sinergie, con un modello di DCF simile a quello precedentemente utilizzato per stimare il Prezzo per Azione. In particolare, si è ipotizzato di raggiungere il valore massimo delle sinergie, pari a circa il 3% dei costi di GrandVision, nel 2022:

- 50 milioni di euro nel 2020;
- 75 milioni di euro nel 2021;
- 100 milioni di euro nel 2022;
- 100 milioni di euro nel 2023.

Considerando il totale dei costi di integrazione, pari a 200 milioni (due volte il valore delle sinergie a regime), che si ipotizza vengano sostenuti nel 2018, l'impatto fiscale e ipotizzando prudenzialmente un valore di crescita a lungo termine di tali flussi di cassa incrementali pari a 0, si ottiene un valore attuale totale delle sinergie pari a 868 milioni di euro.

| <i>€ milioni</i>                 | 2018A         | 2019E    | 2020E     | 2021E     | 2022E      | 2023E      |
|----------------------------------|---------------|----------|-----------|-----------|------------|------------|
| <b>Sinergie</b>                  |               | <b>0</b> | <b>50</b> | <b>75</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| Costi di integrazione            |               | -200     |           |           |            |            |
| Tasse                            |               | 55       | -14       | -21       | -27        | -27        |
| FCF                              |               | -145,23  | 36,31     | 54,46     | 72,62      | 72,62      |
| WACC                             |               | 6,49%    |           |           |            |            |
| Fattori di Sconto                |               | 0,94     | 0,88      | 0,83      | 0,78       | 0,73       |
| Free Cash Flows scontati         |               | -136     | 32        | 45        | 56         | 53         |
| Terminal Value                   | 818           |          |           |           |            |            |
| Valore Totale delle sinergie     | 868           |          |           |           |            |            |
| Numero di Azioni (31/12/2018)    | 253,77        |          |           |           |            |            |
| Valore delle sinergie per Azione | <b>3,42 €</b> |          |           |           |            |            |

Figura 4.14: *Calcolo del Valore delle sinergie per Azione*. Fonte: elaborazione propria.

Infine, considerando il numero di azioni di GrandVision al 31 dicembre 2018, il valore per azione creato dalle sinergie risulta pari a €3,42.

#### 4.7.2. Valutazione con il metodo dei multipli

Il primo step del metodo di valutazione con i multipli è la ricerca di società quotate che si possano definire comparabili rispetto quella oggetto di valutazione dal punto di vista del settore in cui opera, del *Business model*, delle dimensioni e della copertura geografica.

Le società che rispondono a questi requisiti e che per tali ragioni sono state selezionate sono:

- Safilo Group;
- Fielmann;
- National Vision.

I multipli che sono stati applicati per la valutazione di GrandVision sono i seguenti:

- Enterprise Value / Sales;
- Enterprise Value / EBITDA.

La prima operazione da compiere consiste nell'utilizzare la capitalizzazione di mercato<sup>147</sup> delle società selezionate al 31 dicembre 2018 per calcolare l'*Enterprise Value*. Quest'ultimo può essere calcolato con il metodo inverso rispetto a quello utilizzato precedentemente nel DCF: partendo dalla capitalizzazione di mercato, sommiamo la Posizione Finanziaria Netta, sommate, dunque, le Passività Finanziarie e sottratti Cassa ed Equivalenti.

| Società         | Capitalizzazione di Mercato (2018) | Passività Finanziarie (2018) | Cassa ed Equivalenti (2018) | PFN (2018) | EV           |
|-----------------|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------|--------------|
| Safilo          | 193                                | 211                          | 178                         | 33         | <b>226</b>   |
| Fielmann        | 4.536                              | 1,5                          | 240                         | -238       | <b>4.298</b> |
| National Vision | 1.955                              | 578                          | 17                          | 561        | <b>2.516</b> |

Figura 4.15: *Calcolo dell'Enterprise Value*. Fonte: elaborazione propria.

<sup>147</sup> Dati ottenuti dai seguenti report: Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2018*; Fielmann, *Annual Report 2018*; National Vision, *Annual Report 2018*.

Una volta calcolato l'*Enterprise Value*, si dispone di tutti i dati necessari<sup>148</sup> per calcolare i due multipli al 2018:

| Società         | Sales | EBITDA | EV / Sales  | EV / EBITDA  |
|-----------------|-------|--------|-------------|--------------|
| Safilo          | 963   | 42     | <b>0,2x</b> | <b>5,4x</b>  |
| Fielmann        | 1.428 | 296    | <b>3,0x</b> | <b>14,5x</b> |
| National Vision | 1.537 | 134    | <b>1,6x</b> | <b>18,7x</b> |

Figura 4.16: *Calcolo dei due multipli*. Fonte: elaborazione propria.

Ai valori dei multipli ottenuti facciamo una media, ottenendo:

| EV / Sales  | EV / EBITDA  |
|-------------|--------------|
| <b>1,6x</b> | <b>12,9x</b> |

Figura 4.17: *Calcolo media dei due multipli*. Fonte: elaborazione propria.

A questo punto è necessario convertire questi multipli in valori relativi al Capitale Netto di GrandVision: una volta moltiplicati i multipli per i ricavi e l'EBITDA, è necessario calcolare nuovamente il valore del Capitale Netto a partire dall'*Enterprise Value*.

Una volta trovato l'*Equity Value*, lo dividiamo per il numero di azioni, ottenendo un Prezzo per Azione con ognuno dei due multipli utilizzati.

|                             | EV / Sales     | EV / EBITDA    |
|-----------------------------|----------------|----------------|
| <b>Media Multiplo</b>       | <b>1,6x</b>    | <b>12,9x</b>   |
| Parametro GrandVision       | 3.721          | 557            |
| <b>Enterprise Value</b>     | <b>6.055</b>   | <b>7.181</b>   |
| Posizione Finanziaria Netta | 740            | 740            |
| <b>Equity Value</b>         | <b>5.315</b>   | <b>6.441</b>   |
| Numero di Azioni            | 254            | 254            |
| <b>Prezzo per Azione</b>    | <b>20,94 €</b> | <b>25,38 €</b> |

Figura 4.18: *Calcolo Prezzo per Azione*. Fonte: elaborazione propria.

<sup>148</sup> Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2018*; Fielmann, *Annual Report 2018*; National Vision, *Annual Report 2018*.

Dunque, dalla valutazione effettuata con il metodo dei multipli, possiamo evincere che il Prezzo per Azione di GrandVision si trova in un range di prezzo tra €20,94 e €25,38.

I risultati ottenuti con la metodologia dei multipli, nonostante l'elevata dispersione soprattutto dei valori calcolati sui ricavi delle società comparabili, confermano sostanzialmente le valutazioni determinate con il metodo del *Discounted Cash Flow* (prezzo per azione compreso tra €17,75 e €26,93).

#### **4.8. Fairness Opinion**

Il 7 ottobre 2021, in corrispondenza della pubblicazione dell'*Offer Memorandum* da parte di EssilorLuxottica, GrandVision ha pubblicato una *Position Statement* al fine di fornire informazioni agli azionisti riguardo l'OPA totalitaria obbligatoria lanciata da EssilorLuxottica.

L'obiettivo, con la pubblicazione del *position statement* da parte del *management* della società, è quello di presentare al pubblico informazioni riguardanti le conseguenze dell'OPA per una serie di soggetti affetti da tale operazione, quali azionisti, dipendenti e altri portatori di interessi.

Il documento è redatto dunque tenendo conto degli interessi di tali soggetti, ed è basato sia sulle discussioni del consiglio di amministrazione, di quello di sorveglianza, ma anche e soprattutto sul parere dell'*advisor* finanziario della società e della relativa *fairness opinion*.

La *fairness opinion* è un documento redatto da un *advisor* finanziario, volto a fornire ad alcuni decisori chiave un parere professionale riguardante il valore di una transazione societaria.

L'*advisor* finanziario raccoglie dati circa le specifiche dell'operazione e utilizza la propria esperienza professionale per verificare se il prezzo che il compratore intende pagare per acquisire una società target è equo (*fair*), tenendo anche conto dell'andamento generale del titolo nei mesi precedenti l'offerta.

Nella *fairness opinion* ricevuta da GrandVision in data 18 agosto 2021, il *financial advisor* della società, ING Bank, afferma che secondo la loro analisi il prezzo per azione offerto nell'ambito dell'OPA, cioè €28,42, sia equo.

Nell'affermare ciò, l'*advisor* elenca tutte le fonti di informazione presi in considerazione per arrivare a tale conclusione, le quali sono:

- *Offer Memorandum*;
- Informazioni pubbliche di tipo economico, finanziario, e relativi al business della società;

- Documenti e presentazioni societarie pubbliche;
- Relazioni redatte da analisti finanziari contenenti anche previsioni finanziarie e analisi di vario tipo concernenti la società;
- Dati di mercato forniti da *provider* di dati finanziari;
- Piano Strategico di GrandVision del 2020;
- Relazione Semestrale del 2021 pubblicata da GrandVision;
- Ulteriori analisi interne;
- Informazioni emerse durante colloqui con il senior management della società.

Nel *position statement* il *management* di GrandVision afferma che, nel valutare il prezzo di offerta, congiuntamente con l'advisor, sono stati utilizzati una serie di metodi di valutazione che vengono di prassi utilizzati nell'ambito di OPA obbligatorie. Tali valutazioni includono:

- Valutazioni basate su valori di mercato, ad esempio andamento storico dei prezzi, analisi del ritorno per gli azionisti, analisi dei multipli di mercato basati su *key financial metrics*;
- Analisi "*Discounted Cash Flows*" applicata alla società GrandVision;
- Ulteriori analisi quali i multipli relativi a precedenti transazioni simili e il *premium* pagato in transazioni *public-to-private*.

Sulla base di tali considerazioni, nel *position statement*, il management della società conclude che il prezzo offerto da EssilorLuxottica nell'ambito dell'OPA sia equo e che l'operazione nel complesso sia nell'interesse, oltre che degli azionisti, anche di GrandVision, degli impiegati, dei clienti e di tutti gli altri portatori di interessi della società.

#### **4.9. Analisi andamento titoli EssilorLuxottica e GrandVision**

Al fine di compiere una disamina completa riguardo la decisione di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, è necessario effettuare anche un'analisi dell'andamento dei due titoli sui rispettivi mercati azionari.

Il mercato azionario, dato il suo funzionamento, può essere utilizzato come strumento per ottenere un "*feedback*" in merito ad una certa operazione di M&A. Infatti, un apprezzamento del titolo della *buyer* o della *target* subito dopo l'annuncio di un'operazione di M&A potrebbe segnalare il gradimento, da parte dei mercati finanziari, di tale decisione per quell'azienda.

Il primo tipo di analisi da fare è quello dell'andamento generale del titolo nell'intero periodo che va da fine 2018 a fine 2021. Dai grafici riportati è facile intuire come le oscillazioni più brusche del prezzo azionario delle due società siano dovute alla pandemia causata dal COVID-19.

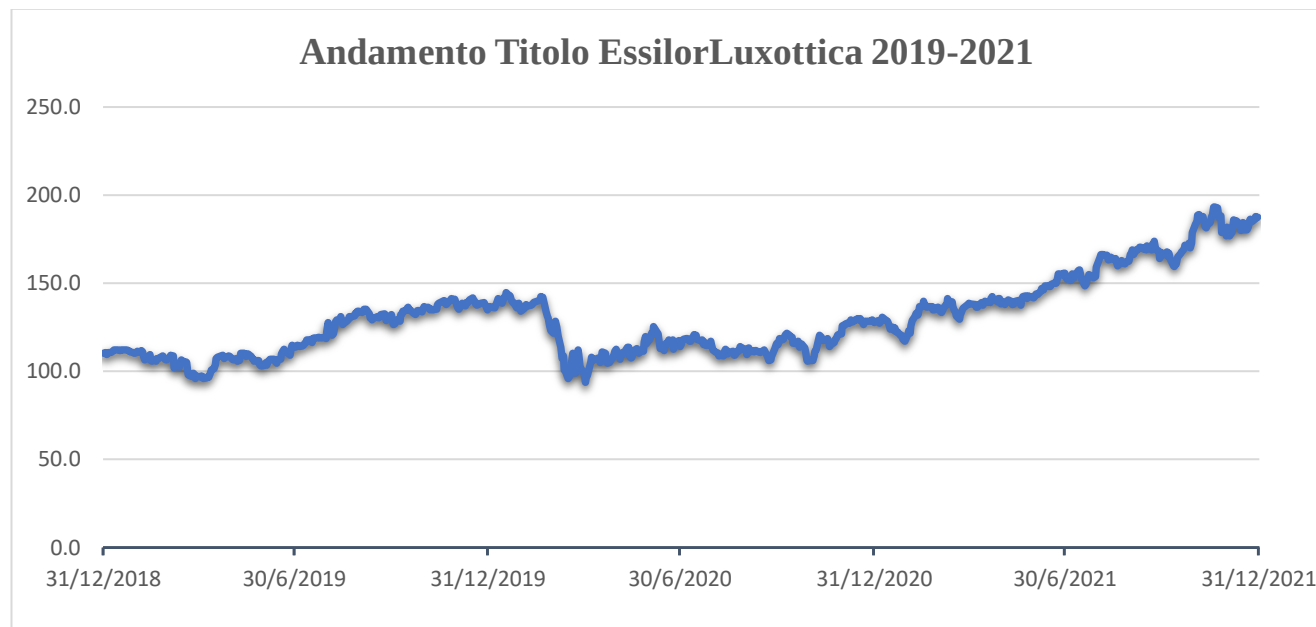


Figura 4.19: Grafico rappresentante l'andamento del titolo EssilorLuxottica dal 2019 al 2021<sup>149</sup>. Fonte: elaborazione propria.

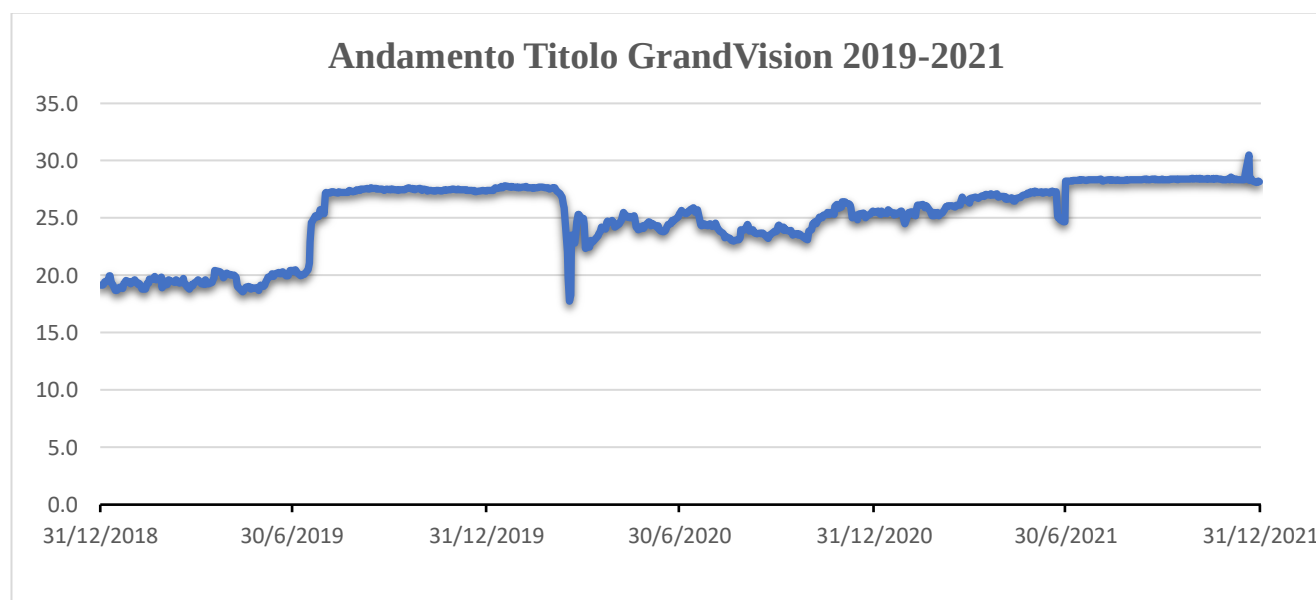


Figura 4.20: Grafico rappresentante l'andamento del titolo GrandVision dal 2019 al 2021<sup>150</sup>. Fonte: elaborazione propria.

<sup>149</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

<sup>150</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di GrandVision: [www.grandvision.it](http://www.grandvision.it)

Per una disamina più specifica riguardo gli effetti dell'annuncio sul prezzo azionario delle due società, è utile andare ad analizzare più a fondo le oscillazioni del prezzo lungo un periodo sia antecedente sia successivo all'annuncio stesso. Per esser sicuri di catturare l'intero effetto dell'annuncio, l'analisi qui presentata prende in considerazione il prezzo dei due titoli per un periodo che va da 60 giorni prima a 60 giorni dopo l'annuncio dell'offerta per le azioni di GrandVision da parte di EssilorLuxottica.

Ciò che si evince più facilmente dai grafici è che, nonostante l'annuncio sia formalmente avvenuto il 31 luglio 2019, già nei giorni precedenti dopo il 17 luglio il prezzo di GrandVision era vistosamente in rialzo rispetto al periodo precedente. Ciò, come anticipato, è dovuto alla conferma da parte di EssilorLuxottica e HAL delle trattative per l'acquisizione del 77% di Grand Vision da parte del Gruppo francese, evincendo una forte motivazione strategica per EssilorLuxottica e uno spazio per le sinergie, anche se con il rischio di ritorsioni e di defocalizzazione degli sforzi di integrazione nel breve termine.

La medesima cosa non si è verificata invece per EssilorLuxottica, il cui prezzo ha comunque subito un rialzo, ma solo in seguito all'annuncio ufficiale, dimostrando comunque che il mercato abbia accolto positivamente tale notizia anche per la *buyer*.

Il prezzo delle azioni delle due società è variato, tra la chiusura del giorno dell'annuncio e quella del giorno antecedente rispettivamente da €118,7 a €122,7 per EssilorLuxottica e da €25,4 a €27,2 per GrandVision, facendo registrare, dunque, una variazione percentuale rispettivamente del +3% e del +7%.

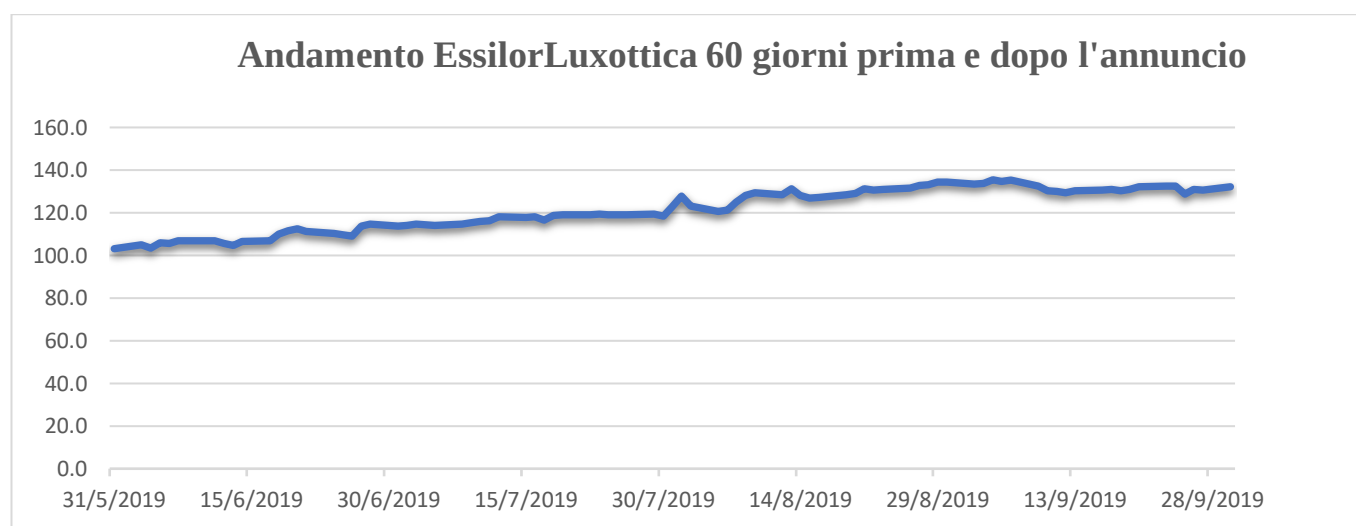


Figura 4.21: Grafico rappresentante l'andamento del titolo EssilorLuxottica 60 giorni prima e dopo l'annuncio<sup>151</sup>.

Fonte: elaborazione propria.

<sup>151</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

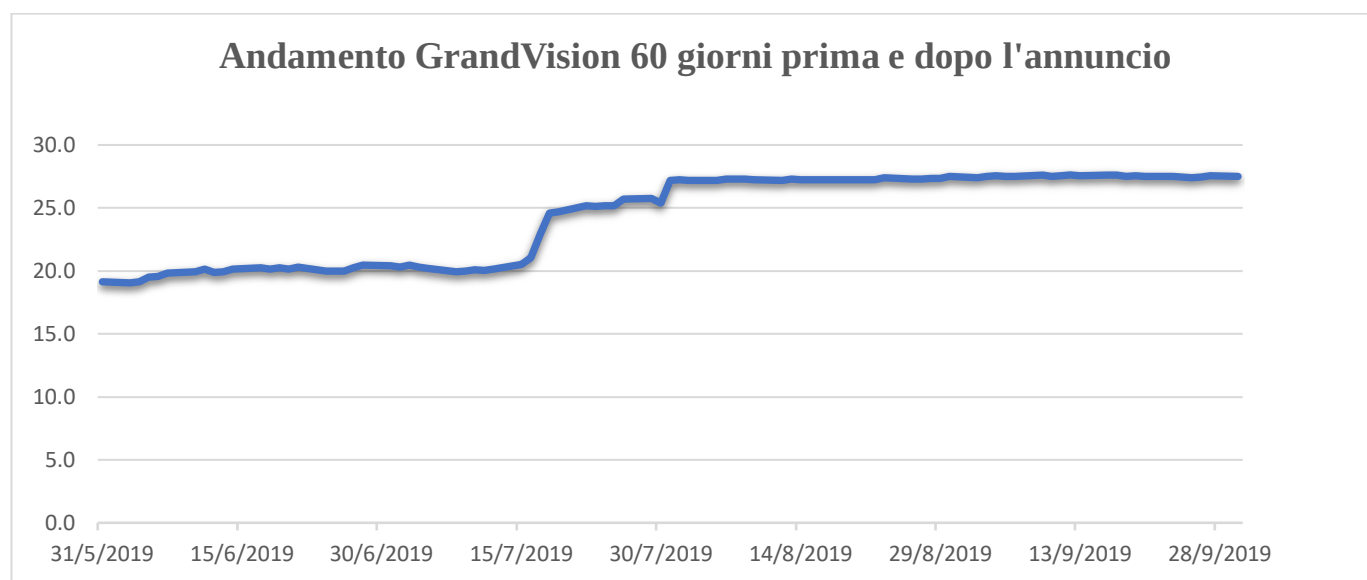


Figura 4.22: *Grafico rappresentante l'andamento del titolo GrandVision 60 giorni prima e dopo l'annuncio*<sup>152</sup>.

Fonte: elaborazione propria.

L'ultima tipologia di analisi dei titoli delle due società che è utile condurre è il confronto con i rispettivi indici di Borsa. Andando a confrontare l'andamento del titolo di una società con quella del relativo indice borsistico, si può evincere come il titolo abbia performato rispetto al proprio mercato di riferimento.

In questa analisi, al contrario delle precedenti, il periodo di riferimento scelto è l'intero anno 2019, mentre sul grafico sono riportati gli incrementi percentuali del prezzo di ciascun titolo e relativo indice rispetto al prezzo degli stessi ad inizio anno 2019.

L'indice di riferimento di EssilorLuxottica, essendo quotata sull'Euronext Paris, è il CAC40, il quale comprende le azioni delle 40 società più significative dell'Euronext Paris. Quello di GrandVision, la quale è stata quotata sull'Euronext Amsterdam fino a gennaio 2022, è invece l'AEX, che raggruppa le 25 azioni più scambiate sul mercato di Amsterdam.

Per quanto concerne GrandVision, è possibile notare che il titolo abbia mantenuto un andamento sostanzialmente costante fino al 17 luglio 2019. A partire da tale data, il prezzo del titolo ha iniziato ad alzarsi lentamente fino al giorno dell'annuncio, data nel quale ha fatto registrare un netto incremento del prezzo fino ad arrivare circa al +40% rispetto al prezzo di inizio anno, per poi rimanere costantemente intorno al +43% sino al termine del 2019. L'AEX, invece, ha avuto un andamento molto più costante durante tutto l'anno, con un incremento percentuale intorno al +17% nei giorni dell'annuncio dell'operazione tra EssilorLuxottica e GrandVision rispetto al valore di inizio anno, che dimostra come il titolo GrandVision abbia nettamente over performato il mercato in seguito a tale annuncio.

<sup>152</sup> Dati consultabili dal sito aziendale di GrandVision: [www.grandvision.it](http://www.grandvision.it)



Il grafico di confronto tra EssilorLuxottica e il CAC40 presenta risultati più interessanti, in quanto il rendimento percentuale del titolo di EssilorLuxottica risultava essere, tra inizio l'inizio dell'anno e il mese di luglio 2019, costantemente negativo, con un picco negativo del -13% registrato ad aprile, nettamente al di sotto del rendimento dell'indice borsistico. A partire da giugno, il prezzo ha iniziato a crescere costantemente fino a tornare al livello di inizio anno verso fine mese, per poi registrare un incremento del +15,6% in seguito all'annuncio e una crescita costante fino a fine anno, chiudendo al +22%, in linea con il rendimento del CAC40.

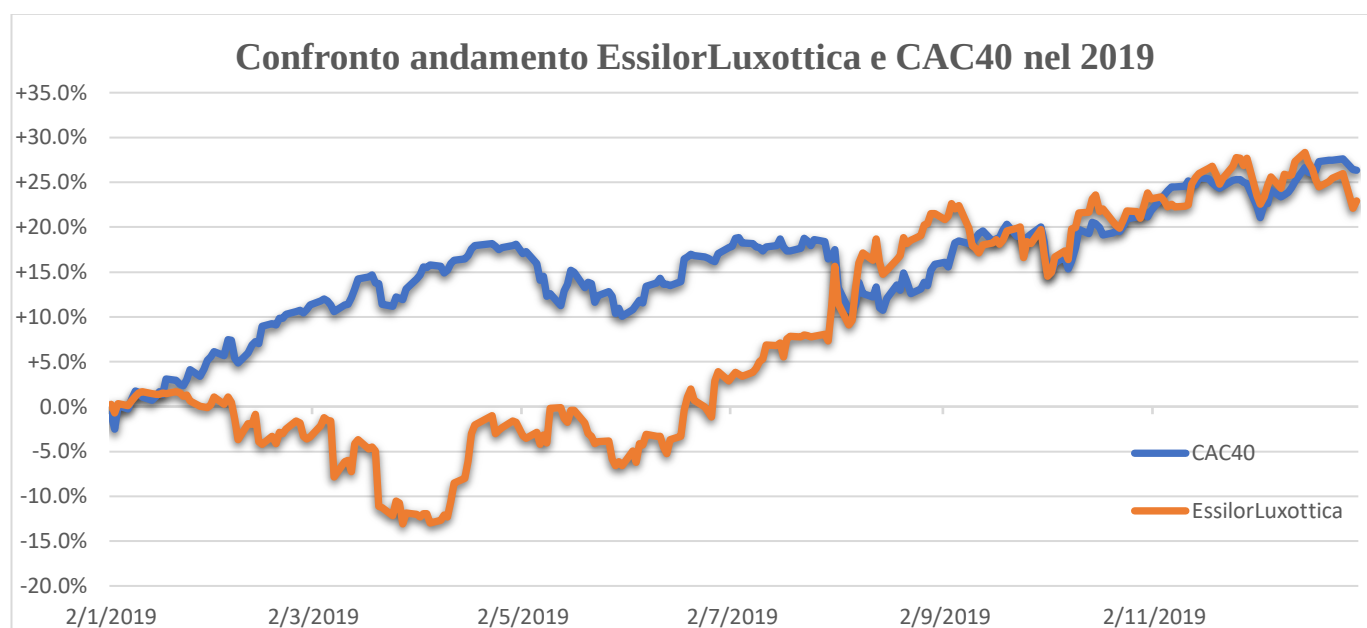


Figura 4.23: Grafico rappresentante il confronto tra l'andamento del titolo EssilorLuxottica e CAC40 nel 2019<sup>153</sup>.

Fonte: elaborazione propria.

<sup>153</sup> Dati consultabili dal sito dell'Euronext Paris: <https://live.euronext.com/en/product/index/FR0003500008-XPAP>

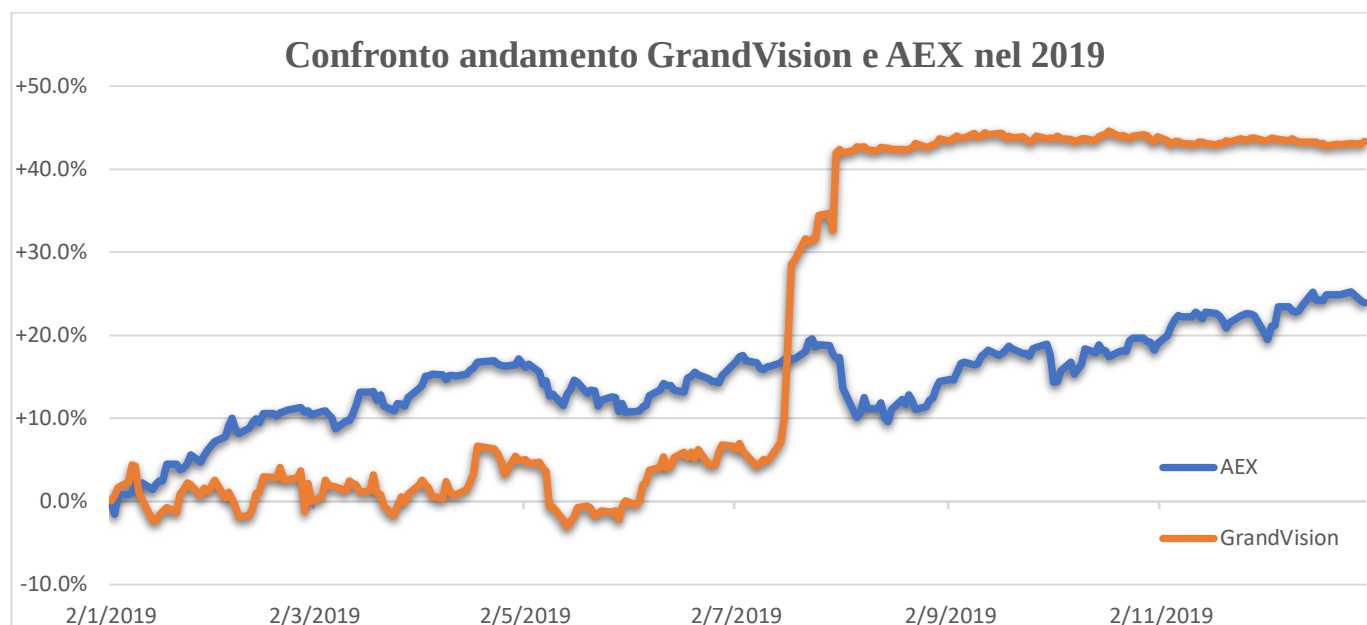


Figura 4.24: Grafico rappresentante il confronto tra l'andamento del titolo GrandVision e AEX nel 2019<sup>154</sup>.

Fonte: elaborazione propria.

Da quanto analizzato, possiamo evincere che il mercato abbia accolto molto positivamente l'annuncio dell'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, valorizzando il rendimento del titolo di entrambe le società già ben prima dell'annuncio ufficiale. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che gli agenti di mercato più informati abbiano da subito colto il potenziale di quest'operazione in termini di creazione di valore futuro.

Dunque, si può concludere che i presupposti alla base dell'operazione fossero molto positivi, e che tutti gli agenti coinvolti si aspettassero che l'operazione avrebbe creato valore in maniera consistente per tutti i soggetti coinvolti, sia per gli azionisti uscenti, sia per la *buyer*, EssilorLuxottica, anche in coerenza con quanto rappresentato nella *fairness opinion* e nel *position statement*.

#### 4.10. Risultati finanziari di EssilorLuxottica post acquisizione

In questo paragrafo andremo ad analizzare nel dettaglio i principali risultati finanziari e la performance di EssilorLuxottica nel 2021, a seguito dell'acquisizione di GrandVision, completata il 1° luglio 2021. I risultati finanziari di EssilorLuxottica per l'anno includono per quanto riguarda il conto economico i risultati di GrandVision della seconda metà dell'anno.

<sup>154</sup> Dati consultabili dal sito dell'Euronext Amsterdam: <https://live.euronext.com/en/product/index/NL0000000107%20-XAMS>

| <b>€ milioni</b>       | <b>2021</b>  | <b>2020</b> |
|------------------------|--------------|-------------|
| Ricavi                 | 19.820       | 14.429      |
| Costo del venduto      | (7.589)      | (6.242)     |
| EBIT                   | 2.326        | 452         |
| Utile ante imposte     | 2.200        | 313         |
| Imposte                | (587)        | (164)       |
| <b>Risultato netto</b> | <b>1.613</b> | <b>149</b>  |

Figura 4.25: *Principali risultati del Conto Economico di EssilorLuxottica*<sup>155</sup>. Fonte: elaborazione propria.

Possiamo evincere come, nonostante la pandemia causata dal COVID-19 abbia avuto un impatto negativo significativo sui risultati di EssilorLuxottica nel 2020, il 2021 ha mostrato un solido ritorno alla crescita: infatti, i ricavi sono aumentati del 37,4% rispetto al 2020<sup>156</sup>; escludendo l'impatto di GrandVision, pari a circa 2 miliardi di euro in termini di fatturato, la crescita è pari al 23,7%.

L'utile netto è aumentato significativamente raggiungendo 1.613 milioni di euro<sup>157</sup> rispetto ai 149 milioni di euro registrati nel 2020, riflettendo il solido ritorno alla crescita dopo la grave contrazione delle attività della società causata dalla pandemia di COVID-19 nel 2020.

A seguito dell'acquisizione di GrandVision, la situazione patrimoniale di EssilorLuxottica al 31 dicembre 2021 incorpora le attività acquisite e le passività assunte di GrandVision valutate al loro *fair value* alla data di acquisizione e le loro successive variazioni, nonché l'incremento delle passività finanziarie utilizzate per l'acquisizione.

Le immobilizzazioni ammontano a 49.651 milioni di euro e sono aumentate di 11.471 milioni di euro rispetto al 31 dicembre 2020.

Le principali categorie che hanno contribuito a questo aumento sono indicate di seguito<sup>158</sup>:

- L'avviamento è aumentato di 6.754 milioni di euro, di cui 5.404 milioni di euro derivanti dall'acquisizione di GrandVision e 1.337 milioni di euro dovuti alle fluttuazioni valutarie;
- Le attività immateriali sono aumentate di 2.258 milioni di euro a seguito dell'ingresso di GrandVision (2.733 milioni di euro sono stati contabilizzati alla data di acquisizione secondo la valutazione

<sup>155</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>156</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>157</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>158</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

provvisoria effettuata dal management di EssilorLuxottica), dell'impatto delle fluttuazioni dei tassi di cambio (382 milioni di euro) e delle aggiunte del periodo (250 milioni di euro). Questi aumenti sono stati parzialmente compensati dagli ammortamenti e dalle svalutazioni del periodo (1.128 milioni di euro);

- L'incremento di immobili, impianti e macchinari e beni ad uso proprio ammonta a 2.040 milioni di euro, derivante principalmente dal consolidamento delle attività di GrandVision (rispettivamente 455 milioni di euro e 1.200 milioni di euro a partire dal 1° luglio 2021), dagli investimenti del periodo (883 milioni di euro) e dall'iscrizione di nuovi beni ad uso proprio in relazione ai contratti di locazione stipulati nel 2021 (458 milioni di euro), controbilanciati dagli ammortamenti e dalle svalutazioni del periodo per 1.333 milioni di euro;
- Il capitale circolante netto, ovvero la somma di rimanenze, crediti e debiti commerciali, è aumentato di 450 milioni di euro rispetto al 31 dicembre 2020, a seguito, da un lato, dell'integrazione del capitale circolante netto di GrandVision e, dall'altro, del rimbalzo delle attività commerciali e degli effetti delle fluttuazioni valutarie.

L'aumento dell'indebitamento netto è quasi interamente dovuto all'utilizzo di liquidità ed equivalenti e di investimenti a breve termine nel contesto dell'acquisizione di GrandVision. Come già evidenziato in precedenza, il 1° luglio 2021 circa 5,5 miliardi di euro della liquidità disponibile a fine dicembre 2020 è stato utilizzato per acquistare il 76,72% delle azioni ordinarie di GrandVision. Le successive transazioni in azioni GrandVision sono state completate nel corso del secondo semestre dell'anno e hanno comportato un'ulteriore uscita di cassa di circa 1,7 miliardi di euro.

Il rendiconto finanziario consolidato riclassificato riconcilia l'EBITDA con il flusso di cassa netto generato da EssilorLuxottica, evidenziando il flusso di cassa derivante dalle sue operazioni (*Free Cash Flow*).

A seguito dell'aggregazione tra EssilorLuxottica e GrandVision, la performance di EssilorLuxottica per il 2021 include i risultati di GrandVision della seconda metà dell'anno, come già sottolineato in precedenza.

| <b>€ milioni</b>                                           | <b>2021</b>    | <b>2020</b>  |
|------------------------------------------------------------|----------------|--------------|
| EBITDA                                                     | 4.787          | 2.607        |
| Variazioni del <i>trade working capital</i>                | (197)          | (650)        |
| <i>Capital Expenditure</i>                                 | (1.030)        | (461)        |
| Canoni di locazione                                        | (722)          | (461)        |
| <i>Altri cash flow from operations</i>                     | (46)           | (86)         |
| <b><i>Free Cash Flow</i></b>                               | <b>2.792</b>   | <b>1.842</b> |
| Dividendi pagati                                           | (242)          | (561)        |
| Acquisizioni al netto della liquidità acquisita            | (7.078)        | (133)        |
| Altre variazioni dell'equity                               | (350)          | (217)        |
| Altre variazioni di attività finanziarie e non finanziarie | 49             | 302          |
| Variazione debiti finanziari                               | (726)          | 2.737        |
| <b><i>Net Cash Flow</i></b>                                | <b>(5.555)</b> | <b>3.970</b> |

Figura 4.26: *Rendiconto finanziario consolidato riclassificato di EssilorLuxottica*<sup>159</sup>. Fonte: elaborazione propria.

La solida performance nel 2021 di EssilorLuxottica ha portato a una forte generazione di cassa, superiore a quella del contesto anteriore alla pandemia causata dal COVID-19. Il *Free Cash Flow* generato è salito a 2.792 milioni di euro, rispetto ai 1.842 milioni di euro nel 2020. Il contributo di GrandVision alla generazione del *Free Cash Flow* nel 2021 è stato di 162 milioni di euro.

Il *cash out* per le spese in conto capitale è stato di 1.030 milioni di euro, pari a circa il 5% delle entrate.

Le “Acquisizioni al netto della liquidità acquisita” rappresentano il *cash out* netto relativo alle integrazioni aziendali completate nel corso dell'anno e, in misura minore, relativo ai supplementi di prezzo e/o i pagamenti differiti sulle acquisizioni completate negli anni precedenti. Nel 2021, l'importo è quasi interamente legato all'acquisizione di GrandVision al netto delle disponibilità liquide di GrandVision acquisite il 1° luglio 2021.

La voce “Altre variazioni di patrimonio netto” include gli effetti delle transazioni con le partecipazioni di minoranza (68 milioni di euro nel 2021, 94 milioni di euro nel 2020)<sup>160</sup>, nonché il *cash out* relativo al programma di riacquisto di azioni proprie (335 milioni di euro nel 2021, 159 milioni di euro nel 2020)<sup>161</sup>, compensato dal *cash in* relativo agli aumenti di capitale.

<sup>159</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>160</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

<sup>161</sup> EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.

I valori riportati nella voce “Altre variazioni di attività finanziarie e non finanziarie” nel 2021 si riferiscono principalmente agli investimenti in società collegate in altre società non consolidate, controbilanciati dal reinvestimento di un deposito di liquidità a breve termine in strumenti equivalenti alla liquidità (200 milioni di euro).

Come possiamo evincere dalla figura 4.26, nel 2021 EssilorLuxottica registra un *Net Cash Flow* pari a -5.555 nel 2021, rispetto al valore di 3.970 nel 2020. Tale valore negativo è stato determinato dall’acquisizione di GrandVision.

Al fine di cercare di capire se e in che misura EssilorLuxottica sia riuscita a creare valore tramite l’operazione con GrandVision, compariamo i risultati economici 2021 pro-forma dell’entità combinata, che includono il consolidamento della società acquisita dal 1 gennaio , con i risultati conseguiti dal Gruppo francese nel 2019, ultimo anno di consuntivo prima dell’impatto del COVID-19 e dell’acquisizione, a cui sono stati sommati i risultati economici di GrandVision dello stesso anno.

Nonostante sia comunque difficile fare un’analisi precisa degli effetti dell’acquisizione di GrandVision dalla comparazione dei risultati del 2021 con quelli del 2019 (prima del COVID-19) otteniamo dei dati interessanti: a fronte di un valore sostanzialmente costante dei ricavi combinati (17.390 milioni di euro di EssilorLuxottica e 4.039 milioni di euro di GrandVision, per un totale di 21.429 milioni di euro totali nel 2019 contro i 21.498 di euro dell’entità combinata nel 2021), , l’EBIT dell’entità combinata nel 2021, pari a 2.518 milioni di euro sia molto più alto della somma dell’EBIT delle due aziende separate nell’anno 2019 (rispettivamente 1.678 e 324 milioni di euro per le due aziende nel 2019, per un totale di 2.002 milioni di euro). Questo dimostra come, nonostante i devastanti effetti della pandemia causata dal COVID-19, EssilorLuxottica, grazie anche al contributo di GrandVision, sia riuscita, già nel 2021, ad aumentare il risultato operativo in modo significativo.

## Conclusioni

Il presente elaborato ha ampiamente evidenziato come le operazioni di M&A vengono considerate tra i principali strumenti di crescita delle organizzazioni, attuate per conseguire una creazione di nuovo valore e un vantaggio competitivo.

Nella prima parte del documento sono state messe in evidenza le diverse strade che le imprese possono intraprendere per il loro sviluppo e per la creazione di nuovo valore; successivamente, l'attenzione si è spostata sulle strategie di crescita per linee esterne. Dopo aver definito con precisione il concetto di *Mergers & Acquisitions*, è stata ripercorsa la storia delle principali *merger waves* che hanno contraddistinto gli anni passati, fino a giungere ai giorni presenti.

Nel corso degli anni, le operazioni di M&A sono divenute un vero e proprio processo di crescita strategica, consentendo alle imprese di rispondere ai cambiamenti del mercato, di cogliere le opportunità di sviluppo e consentendo loro di essere sempre più competitive. Queste operazioni hanno permesso l'ingresso di imprese in nuovi settori con elevate barriere all'ingresso, l'ottenimento di nuove capabilities e *know-how* tecnologico, riuscendo a sfruttare positivamente le sinergie derivanti dall'unione di due realtà aziendali. Considerazioni importanti per il futuro sono emerse dall'analisi della ricerca svolta nel 2022 da Morgan Stanley: nonostante le aziende dovranno concentrarsi sulla risoluzione delle problematiche legate alle interruzioni della catena di approvvigionamento, alla carenza di manodopera, alla crisi pandemica causata dal COVID-19 e all'inflazione che impatterà sui costi, le prospettive di crescita economica globale per i prossimi due anni sono solide. Nel 2022, infatti, le aziende continueranno ad utilizzare le operazioni di M&A per accelerare l'esecuzione delle loro priorità strategiche, confidando nei fondamentali del business a lungo termine.

Il lavoro svolto approfondisce le tematiche relative alla determinazione del valore aziendale nell'ambito del processo di acquisizione di una società *target*. In particolare, viene sottolineato quanto questa fase sia una delle più importanti dell'intero processo, poiché una valutazione errata può limitare o addirittura annullare i benefici dell'operazione.

Per quanto concerne l'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, si è evidenziato come l'operazione abbia generato valore.

Il prezzo per azione pagato da EssilorLuxottica, pari a €28,4, è significativamente più alto rispetto al relativo valore prima dell'annuncio dell'operazione, quando era vicino a €20. La spiegazione sottostante questa differenza risiede nei molteplici fattori che sono stati analizzati nei paragrafi precedenti.

In primo luogo, il prezzo di circa €20 per azione scontava probabilmente una performance, da parte di GrandVision, inferiore rispetto all'indice azionario di riferimento. Inoltre, l'elemento più significativo che giustifica la citata differenza di valore è ovviamente rappresentato dalle sinergie perseguibili grazie all'acquisizione e al consolidamento di GrandVision, che rappresentava per EssilorLuxottica un'opportunità

unica per la particolare complementarità delle attività e per la strategicità del business. Inoltre, l'acquirente ha sfruttato la propria struttura del capitale caratterizzata da poco debito per finanziare completamente l'operazione attraverso un incremento del proprio indebitamento netto a fronte di un significativo aumento del risultato operativo e conseguentemente dei flussi di cassa.

Tali considerazioni hanno portato quindi EssilorLuxottica a riconoscere un premio importante agli azionisti di GrandVision, anche riconoscendo un *control premium*.

Attraverso una *Accretion Analysis*, è possibile stimare il beneficio relativo all'acquisizione di GrandVision sulla base dell'incremento percentuale del *Cash Flow* prospettico di EssilorLuxottica derivante dall'operazione.

Il punto di partenza è il *Free Cash Flow* di EssilorLuxottica stimato pari a 2.982 milioni di euro nel 2023<sup>162</sup> al quale dobbiamo aggiungere il flusso di cassa precedentemente stimato per GrandVision, pari a 337 milioni di euro. Ipotizzando prudenzialmente che il 100% del valore di GrandVision sia finanziato da nuovo debito (senza utilizzare la cassa disponibile), il *Cash Flow* è impattato negativamente dall'incremento della spesa per interessi (pari a 159 milioni di euro, tenendo conto di un costo del debito del 2%) al netto del relativo risparmio fiscale grazie alla loro deducibilità. L'incremento del *Free Cash Flow* di EssilorLuxottica derivante dall'acquisizione di GrandVision al netto degli interessi sul nuovo debito ammonterebbe quindi a 222 milioni di euro. Se vi includessimo poi il valore after-tax delle sinergie relative al 2023, pari a 72,62 milioni di euro, l'incremento risulterebbe pari a 294 milioni di euro. Il procedimento è riportato nella seguente tabella.

| Accretion Analysis                            |  | 2023  |
|-----------------------------------------------|--|-------|
| Cash Flow EL (stima Equita)                   |  | 2.982 |
| FCF GrandVision                               |  | 337   |
| Debito per finanziare acquisiz.               |  | 7.947 |
| Interessi su nuovo debito @ 2%                |  | -159  |
| Tasse su interessi                            |  | 43,5  |
| FCF GrandVision post interessi                |  | 222   |
| Sinergie post tax                             |  | 72,62 |
| FCF GrandVision post interessi incl. Sinergie |  | 294   |
| Cash Flow EL incl. GrandVision senza sinergie |  | 3.204 |
| Incremento %                                  |  | 7%    |
| Cash Flow EL incl. GrandVision con sinergie   |  | 3.276 |
| Incremento %                                  |  | 10%   |

Figura: *Accretion Analysis*. Fonte: elaborazione propria.

<sup>162</sup> Stima effettuata da EQUITA.



Nel complesso, come è possibile evincere dall'*Accretion Analysis*, l'acquisizione di GrandVision ha permesso ad EssilorLuxottica di generare un incremento del proprio *Cash Flow* compreso tra il 7% e il 10% (a seconda che si considerino le sinergie o meno), e ciò dimostra come l'operazione abbia generato valore per EssilorLuxottica.

## ***Bibliografia***

Appelbaum S. H., Gandell J., Yortis H., Proper S., Jobin F., 2000, *Anatomy of a Merger: Behavior of Organizational Factors and Processes throughout the Pre - During - Post Stages*. Management Decision, vol. 38, no. 9, pp. 649–662.

Balducci, D., 2012, *La valutazione dell'azienda*. FAG.

Borsa Italiana, 2004, *Guida alla valutazione*.

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., 2020, *Principi di finanza aziendale*. VIII edizione. McGraw-Hill Education, Milano.

Buono A. F., Bowditch J. L., Lewis III J. W., 1985, *When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger*. Human Relations, vol. 38, no. 5, pp. 477–500.

Caiazza R., 2011, *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo*. G. Giappichelli editore, Torino.

Capasso A., 1990, *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*. Cedam Editore, Padova.

Caroli M., 2015, *Gestione delle imprese internazionali*. III edizione. McGraw-Hill Education.

Cartwright S., Cooper C. L., 1993, *The Role of Culture Compatibility in Successful Organization Marriage*. Academy of Management Executive, vol. 7, no. 2, pp. 57–70.

Conca, V., 1993, *La gestione ex-post dei processi di M&A*, Italia Oggi.

Conca, V., 2010, *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*, 3.th edizione, Egea, Milano.

Conway A. C., Rouse R. W., 2001. *Protecting Yourself: Due Diligence in Mergers and Acquisitions*. Journal of Corporate Accounting & Finance, vol. 13, no. 2.

Copeland T., Koller T., Murrin J., 1990, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Company*. New York, Wiley.

- Cortesi, A., 2000, *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano.
- Cortesi, A., 2008, *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano.
- Damodaran A., 2010, *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.
- Damodaran A., 2013, *Finanza aziendale*. Apogeo Editore.
- Damodaran A., 2019, *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2019 Edition*. New York University - Stern School of Business.
- David K., Singh H., 1994, *Sources of Acquisition Culture Risk*. Houndmills: Macmillan.
- DePamphilis D., 2010, *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need To Know*. Academic Press.
- De Rigo S.p.A., *Directors' Report on the 2020 separate and consolidated financial statements*.
- Dunbar, Keith J., 2014, *The leaders who make M&A work*, Harvard Business Review, volume 92, issue 9, pagg. 28.
- EQUITA, *EssilorLuxottica – Interest in GrandVision*, 18 Luglio 2019.
- EssilorLuxottica, *Universal Registration Document 2021*.
- Essilor International, *Eliminating Uncorrected Poor Vision in a Generation*. Essilor International, 2019; 15.
- Fielmann, *Annual Report 2018*.
- Franceschi L. F., Comi L., 2015, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. EDUCatt.
- Fontana F., Boccardelli P., 2015, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano, U. Hoepli.
- Fontana F., Caroli M., 2017, *Economia e gestione delle imprese*. V edizione. McGraw- Hill Education.

Gagliardi G., 2013, *L'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive*. Amministrazione & Finanza 7/2013.

Gaughan P. A., 2010, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*.

GrandVision, *Annual Report 2018*.

GrandVision, *Annual Report 2019*.

GrandVision, *Annual Report 2020*.

GrandVision, *Capital Market Day 2018*.

Guatri L., Bini M., 2009, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Egea.

Harrison J., ST. John C., 2008, *Foundations in Strategic Management*. Thomson Learning Inc.

Haspelagh P. C., Jemison D. B., 1991, *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. 1<sup>st</sup> edition, Free Press.

Hax A. S., Majluf N.S., 1991, *La gestione strategica dell'impresa*. Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.

Karim S., Capron L., 2016, *Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units*. Strategic Management Journal, vol. 37, no. 13.

Kering, *Universal Registration Document 2021*.

Krug Jeffrey A., Wright P., Kroll Mark J., 2014, *Top Management turnover following mergers and acquisition: solid research to date but still much to be learned*, The Academy of Management Perspectives, volume 28, N. 2, pagg. 147-163.

Marangoni, A., 2000, *Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie*, PMI, volume 6, fascicolo 1, pagg. 22-27.

Marcolin S.p.A., *Interim Condensed Consolidated Financial Statements 2021*.

- Massari M., 1998, *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano.
- Massari M., Zanetti L., 2004, *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano.
- Massari M., Zanetti L., 2008, *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano, McGraw Italia Libri.
- Meglio O., 2004, *Il processo di integrazione post-acquisizione: profilo teorico ed esperienze aziendali*. Padova: CEDAM.
- Mengus, D. B., 2016. *Due Diligence Process in Merger & Acquisitions and Integration Problems*. Tilburg University.
- Morgan Stanley, 2022, *2022 M&A Outlook: Continued Strenght After a Record Year*.
- Napolitano, M. R., 2003, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. F. Angeli, Milano.
- National Vision, *Annual Report 2018*.
- Nguyen H., Kleiner B. H., 2003, *The effective management of mergers*. Leadership & Organization Development Journal 24.
- Pozzoli, S., 2013, *Valutazione d'azienda*. Ipsoa.
- Rispoli, M., 2002, *Sviluppo dell'impresa e analisi strategica*. Il Mulino, Bologna.
- Ross S. A., Westerfield R. W., Jaffe J. F., 1996, *Finanza Aziendale*. Il Mulino, Bologna.
- Rossi, E., 1999, *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea Editore, Milano.
- Sabine, M., *Alta finanza aziendale*, Milano, IPSOA, 1989.
- Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2018*.
- Safilo Group S.p.A., *Relazione Finanziaria Annuale 2021*.

Salvi, A., 2012, *M&A e private equity, dal valore al prezzo*. Egea Editore, Milano.

Schweiger D. M., Csiszar E. N., Napier N. K., 1994, *A Strategic Approach to Implementing Mergers and Acquisitions*.

Schweiger D. M., Goulet P. K., 2005, *Facilitating Acquisition Integration Through Deep - Level Cultural Learning Interventions: A Longitudinal Field Experiment*. *Organization Studies*, vol. 26, no. 10, pp. 1477–1499.

Sicca L., 2001, *La gestione strategica dell'impresa*. Padova: CEDAM.

Sudarsanam, S, 2010, *Creating Value from Merger and Acquisitions - The Challenges*. Second edition, Prentice Hall.

Tedeschi G., Salvadeo S., 2012, *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. Ipsoa.

## ***Sitografia e Banche dati***

Bloomberg: [www.bloomberg.com/europe](http://www.bloomberg.com/europe)

Damodaran: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/dataarchived.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html)

De Rigo: <https://www.derigo.com>

EssilorLuxottica: [www.essilorluxottica.com](http://www.essilorluxottica.com)

EssilorLuxottica, *Comunicato stampa 1° luglio 2021*:

[https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2019-07/2019\\_07\\_31-EssilorLuxottica\\_GrandVision%20-%20IT.pdf](https://www.essilorluxottica.com/sites/default/files/documents/2019-07/2019_07_31-EssilorLuxottica_GrandVision%20-%20IT.pdf)

EssilorLuxottica, *Completion of statutory buy-out of GrandVision shareholders*: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/0f1dd4ab-05c6-4771-bfeb-fe4920374f04>

Euronext Amsterdam: <https://live.euronext.com/en/product/index/NL0000000107%20-XAMS>

Euronext Paris: <https://live.euronext.com/en/product/index/FR0003500008-XPAR>

European Central Bank, HICP Inflation forecast:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/table\\_hist\\_hicp.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html)

GrandVision: [www.grandvision.it](http://www.grandvision.it)

Il Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/essilorluxottica-dice-si-all-acquisto-72-miliardi-catena-grandvision-AEu5zlT>

Investing.com, Rendimento obbligazione Germania 10 anni: <https://it.investing.com/rates-bonds/germany-10-year-bond-yield>

Kering Eyewear: <https://www.kering.com/it/maisons/kering-eyewear/>

Marcolin: [www.marcolin.com](http://www.marcolin.com)

Refinitiv: <https://www.refinitiv.com/en>

Safilo Group: [www.safilogroup.com](http://www.safilogroup.com)



## **Ringraziamenti**

*A conclusione di questo elaborato, vorrei dedicare queste sentite parole a chi, con dedizione e pazienza, ha contribuito alla realizzazione del lavoro stesso.*

*Un ringraziamento particolare va al mio relatore, il Prof. Luigi Gubitosi, il quale mi ha trasmetto conoscenze fondamentali durante tutto il percorso, fornendomi nozioni e strumenti indispensabili per divenire un promettente professionista.*

*Vorrei ringraziare particolarmente anche il Prof. Adalberto Pellegrino, il quale mi ha seguito, con la sua infinita disponibilità, dandomi indispensabili suggerimenti.*

*Ringrazio infinitamente i miei genitori per l'educazione che mi hanno impartito sin da bambino, per i loro insegnamenti e, soprattutto, per i valori che mi hanno trasmesso. Senza di loro, non avrei raggiunto questo traguardo, non sarei divenuto l'uomo che sono adesso.*

*Infine, vorrei dedicare questo traguardo a me stesso, che possa essere l'inizio di una lunga e brillante carriera professionale.*

# Riassunto elaborato finale

## Introduzione

In un contesto caratterizzato da continue ed intense evoluzioni dei mercati, le imprese che vi operano vengono influenzate in modo incisivo da tali cambiamenti e, per riuscire a mantenere un determinato vantaggio competitivo, stanno vivendo una profonda trasformazione sia da un punto di vista organizzativo, che comportamentale. Di conseguenza, sono alla ricerca di nuove ed efficienti strategie per fronteggiare un ambiente operativo così mutevole. Le principali operazioni che caratterizzano un'economia così dinamica sono le operazioni di fusioni ed acquisizioni, definite operazioni di “*Merger and Acquisition*” (M&A), strategie di crescita esterna, a cui molte organizzazioni sono costrette a ricorrere, a causa di una sempre più intensa concorrenza, dell'effetto della globalizzazione e di un continuo sviluppo tecnologico. La maggioranza delle imprese non detengono delle risorse necessarie per mantenere il vantaggio competitivo e, questo, comporta la necessità di guardare al di fuori dei loro confini organizzativi, cercando di accrescere il loro valore attraverso alleanze strategiche o partnership.

Il presente elaborato analizza in modo dettagliato le operazioni di M&A, le quali si affermano come uno dei più validi strumenti a disposizione delle imprese per realizzare delle crescite esterne e creare nuovo valore per l'organizzazione stessa. Tali operazioni rientrano in quelle di finanza straordinaria, anche se recentemente sono sempre più diffuse all'interno della pianificazione strategica aziendale. La popolarità di questo tipo di operazione è dovuta al fatto che, spesso, ha rappresentato il modo più efficace ed efficiente di entrare in nuovi segmenti di mercato o semplicemente difendersi dalla competizione, stando al passo con il progresso tecnologico, ma, allo stesso tempo, è risaputo come sia uno degli strumenti più utilizzati dai manager con il solo fine di accrescere la propria popolarità o guidati da un cieco senso di infallibilità nel prendere decisioni manageriali.

L'obiettivo di questo elaborato, dunque, è quello di dare una descrizione dettagliata delle operazioni di M&A, mettendo in evidenza come le imprese, con il fine di creare valore e ottenere un vantaggio competitivo, tendono sempre più ad attuare queste operazioni nelle loro strategie aziendali. Inoltre, il lavoro svolto mira ad analizzare l'operazione di acquisizione di GrandVision da parte del colosso del settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, EssilorLuxottica, una delle operazioni di M&A più importanti sul panorama europeo negli ultimi anni, effettuando una valutazione della società *target* con il fine di calcolare, attraverso il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) e il metodo dei multipli, il Prezzo per Azione di GrandVision. Tramite un'analisi che si avvale di una moltitudine di strumenti differenti, questo elaborato mirerà a rispondere al quesito che ci siamo posti, ovvero se il prezzo pagato dal colosso francese dell'*eyewear* e dell'*eyecare* sia in linea con le aspettative di creazione del valore da parte del management, nel momento in cui si è deciso di acquisire GrandVision.

## CAPITOLO 1 – LE OPERAZIONI DI M&A: STRUMENTO STRATEGICO PER LA CREAZIONE DI VALORE

Durante il loro ciclo di vita, le aziende pianificano ed attuano azioni strategiche con l'obiettivo di accrescere il proprio valore e questo avviene per ragioni di carattere sia soggettivo che oggettivo. Le motivazioni soggettive risiedono principalmente nella volontà di manager e imprenditori di affrontare progetti ambiziosi per raggiungere prospettive future che possano elevare il loro status quo. Le ragioni di tipo oggettivo sono quelle che derivano da opportune valutazioni strategiche, che giustificano e sostengono razionalmente le azioni intraprese volte alla crescita. Negli ultimi anni, con il progressivo aumento della competitività, le organizzazioni hanno dovuto attuare strategie di crescita non come opzione strategica, ma come un'azione necessaria per la sopravvivenza nell'attuale mercato competitivo, soprattutto le imprese operanti in settori caratterizzati da mercati saturi. In questo contesto, lo sviluppo imprenditoriale diventa, quindi, fondamentale per il raggiungimento di quelle caratteristiche minime dimensionali per competere sul mercato.

Manager e imprenditori hanno ambizioni di crescita in quanto vengono stimolati da obiettivi come il raggiungimento di economie di scala e di scopo, l'incremento delle quote di mercato della società, l'aumento del potere contrattuale nei confronti dei fornitori o dei clienti, nonché la volontà di acquisire *know-how* e nuove *capabilities*, con il fine di ottenere e mantenere un vantaggio competitivo nei confronti dei propri *competitor*. Quando si parla di crescita per le imprese, questa può essere attuata internamente o attraverso vie esterne.

Per crescita attraverso linee interne si intende la realizzazione di azioni che consistono nel ricorrere e reinvestire le risorse organizzative, *capabilities* e *know-how* dell'impresa, favorendo la crescita organica dell'organizzazione. La crescita per linee interne è caratterizzata da tempi di realizzazione molto lunghi, infatti, alcune volte devono trascorrere molti anni prima che tale processo sia completo. Questi tempi lunghi, però, permettono di affrontare la crescita in modo graduale, così da riuscire a produrre ed accumulare nuove conoscenze e capacità con maggiore impatto sul vantaggio competitivo generato, rendendolo sostenibile.

Oltre alla modalità di crescita interna, le imprese possono adottare strategie di crescita attraverso linee esterne: consiste nell'aumentare le dimensioni dell'azienda attraverso l'ampliamento delle proprie strutture aziendali, così da realizzare un aumento del valore, che sarà superiore alla somma dei singoli valori delle imprese coinvolte. Le maggiori operazioni attuate per la crescita per linee esterne sono: accordi ed alleanze strategiche e operazioni di fusione e acquisizione tra due o più imprese. Una delle forme più comuni di alleanze strategiche che vengono realizzate sono le *joint venture* o il *capital venturing*. Quando l'obiettivo dell'azienda è la crescita esterna, le alleanze strategiche sono un'ottima scelta strategica, soprattutto per le piccole e medie imprese, in quanto permettono di ottenere un appoggio in un nuovo mercato senza dover condividere la proprietà con altre. Se gestita in modo corretto, una *joint-venture* può rappresentare una strada attraverso la quale creare nuovo valore per gli azionisti, sfruttando l'esperienza dei partner coinvolti e ottenendo l'accesso a nuovi mercati.

Esistono diverse tipologie di accordi strategici che le organizzazioni possono decidere di adottare, i principali sono il *franchising* e il *licensing*.

Il presente elaborato si concentrerà principalmente sull'analisi delle operazioni di M&A, ovvero quelle operazioni di finanza straordinaria che vengono attuate per realizzare uno sviluppo dimensionale. Tali operazioni si differiscono per molti aspetti: la fusione avviene quando una società si fonde con un'altra, dando vita ad una nuova entità; l'acquisizione, invece, è il processo con cui una società acquisisce il controllo di un'altra, mediante l'acquisto della proprietà dell'impresa o del pacchetto azionario di controllo.

Questa modalità di crescita è stata attuata dalle economie più avanzate e, negli ultimi anni, hanno visto una diffusione al livello sia nazionale che internazionale. Tale aumento è dovuto principalmente alla rapidità che queste operazioni consentono di ottenere nel raggiungimento del vantaggio competitivo, rispetto ad una crescita per linee interne, la quale richiede una tempistica maggiore.

L'obiettivo principale delle operazioni strategico-finanziarie è la creazione di nuovo valore per la società che le attua. In particolare, la creazione di valore è ciò che permette all'organizzazione di crescere e, da qui, l'importanza del tema del valore, il quale diventa un elemento fondamentale nell'analisi delle strategie di sviluppo.

Le ragioni per intraprendere un'operazione di M&A sono diverse, ma le principali sono riconducibili allo sfruttamento di sinergie operative e finanziarie: ad esempio, attraverso l'acquisizione di un cliente, fornitore o concorrente, è possibile riuscire ad ottimizzare l'efficienza operativa, sfruttando economie di scala e di scopo. Per quanto riguarda le sinergie finanziarie, è possibile ridurre il costo di capitale, in modo da indurre azionisti e finanziatori ad acquistare azioni di una società o concedere ad essa credito.

Un'altra motivazione può essere individuata nel tentativo di attuare una diversificazione, con l'obiettivo di ricercare migliori condizioni di crescita attraverso la proposta di nuovi prodotti su mercati già presidiati, oppure prodotti già esistenti su nuovi mercati. Il riallineamento strategico è un'altra ragione che giustifica tali operazioni, le quali possono essere utili alle imprese per adattarsi all'ambiente mutevole in cui operano. Le industrie soggette ai processi di cambiamento ed innovazione tecnologica vedono nelle operazioni di M&A un'alternativa veloce per acquisire nuove competenze, conoscenze e *know-how* di altre imprese, in modo da colmare i *knowledge-gap* che caratterizzano la propria azienda e sottrarre ai competitor risorse che possono portare al successo. Alcune volte queste operazioni di acquisizione o fusione sono attuate in seguito a sollecitazioni da parte del management, convinti che una particolare società abbia un valore potenziale maggiore di quella espressa dal mercato. Sopravvalutare delle sinergie potenziali può essere rischioso e comportare un insuccesso dell'operazione. Spesso, i manager attuano acquisizioni con il fine esaltare il loro prestigio, per aumentare la loro influenza interna o per incrementare i loro compensi.

Inoltre, le operazioni di M&A possono essere attuate per risolvere problemi di agenzia, dove le fusioni hanno luogo per risanare situazioni difficili, come quando vi è una netta separazione tra ciò che richiede la proprietà e quello che vogliono i manager.

Infine, la ragione più diffusa per attuare operazioni di M&A è quella di aumentare la propria quota di mercato e, quindi, l'influenza dell'impresa nella definizione dei prezzi di beni e servizi.

Come tutte le strategie di crescita, anche queste operazioni hanno dei rischi potenziali che devono essere analizzati con estrema attenzione e valutati in fase decisionale. Il primo aspetto critico da tenere in considerazione è sicuramente l'elevato costo che queste comportano, aspetto che diventa ancor più grande quando parliamo di acquisizioni ostili, in cui l'impresa *target* attua delle strategie di difesa. In alcune situazioni, infatti, il costo può anche aumentare a dismisura: ciò avviene quando si scatenano battaglie al rialzo per l'acquisizione della società obiettivo, dove il vincitore si trova a pagare un prezzo nettamente superiore rispetto al suo effettivo valore. Tra le criticità che si possono individuare, bisogna menzionare la perdita di flessibilità da parte della nuova entità che si è strutturata, la quale in seguito all'unione è aumentata di dimensioni e questo porta ad una difficoltà di gestione della stessa, sia da un punto di vista organizzativo che finanziario. In particolare, a seguito di un'operazione di integrazione verticale, un'elevata rigidità potrebbe portare ad un'esclusione dell'impresa nei confronti dei clienti o fornitori, non ottenendo le competenze tecnologiche richieste e, quindi, costringendola a svilupparle internamente.

Il successo delle M&A può essere collegato direttamente al livello e alla qualità della pianificazione coinvolta. Le aziende a volte non dedicano abbastanza tempo all'analisi delle tendenze attuali e future del mercato e alla pianificazione della fase di integrazione. Spesso, le aziende rinunciano ad un'analisi obiettiva dei loro punti di forza, debolezze, opportunità e minacce, mettendo a rischio il successo della transazione fin dal principio. Molte transazioni falliscono anche come risultato di un'insufficiente *due diligence* eseguita sulla società *target*. Il rischio che influenza la riuscita di molte operazioni di M&A è la difficoltà di integrazione tra diverse realtà aziendali: le diverse culture aziendali, se non sono affrontate in modo opportuno, possono annullare le potenziali sinergie realizzabili. Infine, l'insuccesso può anche essere attribuito alla mancanza di competenze delle persone coinvolte nell'operazione, per cui può essere fondamentale, soprattutto nella fattispecie di operazioni complesse, affidarsi a specialisti molto esperti, i quali hanno già gestito molti processi di M&A nel corso della loro esperienza.

## **CAPITOLO 2 – IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE**

L'acquisizione di un'azienda è un'operazione strategico-finanziaria che consente alla società acquirente di acquistare la proprietà di un'altra impresa o del suo pacchetto azionario di controllo, al fine di favorire la crescita e perseguire l'obiettivo della creazione di valore. Il processo di acquisizione fa riferimento all'evoluzione di un'operazione che inizia dall'identificazione del fabbisogno, passando attraverso l'acquisizione della proprietà di un'altra impresa o della maggioranza del suo capitale e si conclude con l'integrazione di due diverse realtà in una. L'acquisizione è un'operazione piuttosto complessa e deve necessariamente essere valutata con attenzione in diversi ambiti prima di materializzarla in azione. Inoltre, è

un procedimento costituito da una serie di fasi in sequenza, il cui svolgimento permette un'analisi più tangibile delle relazioni fra gli stadi del processo e lo sviluppo concreto di un effettivo "valore". Il processo acquisitivo, oltre ad essere un'operazione strategica, ha come risultato una transazione economica e finanziaria che costituisce un grande valore non solo per le imprese coinvolte, ma anche per tutti gli altri soggetti portatori di interesse: i dipendenti, i manager, i *competitor*.

Le acquisizioni seguono un processo diviso generalmente in tre macrofasi: analisi e valutazione strategica, preventiva, negoziazione e integrazione ex post. Il primo stadio dell'operazione di acquisizione è formato da diverse attività di analisi strategica preventiva che vengono svolte antecedentemente alla fase di valutazione. Questo approccio è di fondamentale importanza per ridurre i rischi che derivano dal processo acquisitivo e, per tanto, deve essere valutato in tutti i suoi aspetti più importanti, da quelli strategici a quelli economici. Lo scopo finale di questa accurata analisi è quello di individuare i potenziali candidati per l'acquisizione, in modo da poter effettuare un confronto tra le aziende selezionate, in funzione degli obiettivi specifici che ci si propone di raggiungere. Questo passo appena definito è un'analisi strategica di tipo comparativo, che permette di individuare le risorse che potranno essere condivise in futuro, necessarie per sviluppare le sinergie attese.

Una volta svolta l'analisi comparativa, è necessario definire dei criteri di eliminazione delle varie società tra quelle candidate; questo consente di identificare la società *target* che sarà oggetto della strategia di acquisizione. Dunque, le sottofasi che compongono questa prima fase di analisi riguardano: l'impostazione strategica del problema, la definizione degli obiettivi dell'acquisizione e l'identificazione del profilo ideale della società *target* e la ricerca delle alternative.

La seconda macrofase del processo di acquisizione è la negoziazione, ovvero l'avvio, la gestione e la conclusione della trattativa. L'obiettivo principale di questa fase è la conclusione dell'operazione, prendendo come riferimento per identificare le società acquisibili le analisi svolte nella macrofase precedente. Il successo è determinato proprio dall'identificazione del candidato ideale e dalla pianificazione di una opportuna strategia negoziale, la quale raramente viene eseguita dal personale interno. Infatti, il successo della trattativa dipende fortemente dalle persone coinvolte nel processo, per cui è fondamentale coinvolgere un team professionale esterno in grado di gestire le situazioni critiche e di difficoltà a cui si può andare incontro. Questa fase è particolarmente complessa e può essere articolata nelle seguenti sottofasi: la selezione della giusta società *target*, la valutazione finanziaria della società *target* e la formalizzazione dell'accordo. Il processo negoziale si conclude ufficialmente con la firma del contratto di compravendita (*sale and purchase agreement*). L'integrazione è l'ultima delle macrofasi del processo di acquisizione e si svolge dopo la chiusura formale del contratto. Questa è la fase più critica dell'intera operazione acquisitiva e ha come principale scopo la realizzazione di una nuova realtà in cui possano coesistere in modo ottimale le due parti coinvolte nel processo. L'integrazione consiste in un percorso progressivo in cui le due organizzazioni e gli individui al loro interno imparano a collaborare insieme, trasferendo tra di loro le diverse capacità strategiche e di creazione del valore, in modo da realizzare un ambiente armonioso e propenso al trasferimento di conoscenze, al fine di crearne di nuove e far coesistere due realtà, inizialmente diverse, come se fossero un'unica funzionale entità. Il processo

di integrazione non si limita a stabilire un nuovo management e una nuova organizzazione, ma le imprese che partecipano alla fusione devono ridefinire le proprie attività aggiungendo, ridistribuendo, ricombinando o cedendo asset con l'obiettivo di adattare la base di risorse al nuovo contesto. La fase di integrazione non può essere concepita come un semplice scambio di conoscenze tra gli individui coinvolti, ma come un percorso che incide nel profondo dei processi e comportamenti già consolidati dalle due imprese. È di fondamentale importanza riuscire ad analizzare entrambe le società e capire quali sono le rispettive potenzialità e come impiegarle al meglio, con l'obiettivo di realizzare una nuova entità che sia in grado di sfruttare i punti di forza delle due parti prima divise. Quest'ultimo è lo scopo principale di qualsiasi processo acquisitivo: riuscire a servirsi del valore potenziale della società da acquisire. Il successivo incremento dei prezzi di Borsa della società acquirente, infatti, dipende anche dal miglioramento delle performance di quest'ultima che il mercato si aspetta, in seguito alle nuove strategie, nuove opportunità, nuovo management e nuove sinergie che prima non venivano sfruttate. Considerando la complessità del processo di integrazione, si può ragionevolmente dedurre che il suo compimento è un percorso lungo; da alcune ricerche su acquisizioni di successo, si evince che il tempo necessario per ottenere un'integrazione ottimale è pari ad almeno due anni. Affinché si possa andare incontro ad un'operazione integrativa con risultati soddisfacenti, è necessario pianificare i tempi e le modalità fin dall'inizio, in modo tale che si possano prevedere eventuali problemi futuri e, di conseguenza, diminuire le probabilità di insuccesso. Dall'analisi di molteplici acquisizioni, si può evidenziare che i principali limiti della fase di integrazione sono principalmente causati da errori di visione strategica e dall'inefficienza operativa da parte del management. Un ulteriore aspetto fondamentale da tenere in considerazione in questo processo è la cultura aziendale. Le distanze culturali possono avere un impatto sul processo di integrazione, sulla sua efficacia e sul successo nella creazione di valore. La cultura deve essere al centro dell'attenzione nella fase di integrazione, altrimenti può compromettere la possibilità di creare valore; i manager devono considerare che è improbabile che i dipendenti cambino le loro convinzioni culturali e che, d'altra parte, la cultura è significativamente legata al valore aziendale. Legando la cultura alla creazione di valore e individuando e modificando comportamenti specifici quando necessario, la cultura può essere utilizzata come un modo efficace per raggiungere gli obiettivi di integrazione ex post.

### **CAPITOLO 3 – I METODI DI VALUTAZIONE E IL VALORE DELLE SINERGIE**

La valutazione di un'azienda consiste in un'attività complessa, finalizzata alla definizione del valore della società mediante la sintesi e l'applicazione di metodologie, principi, competenze ed esperienze, combinati nel processo valutativo aziendale. La valutazione viene svolta dalle imprese a seguito di operazioni di finanza straordinaria o a supporto di decisioni nell'ambito di *corporate finance*; viene attuata da figure professionali quali *investment bank*, *merchant bank*, *equity analyst*, *financial advisory*, *private equity funds*, *venture capital investors*, società di revisione, commercialisti e periti.

Il processo valutativo aziendale, in tale ambito, mira a definire la stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una trattativa tra le controparti, svolgendo una funzione strumentale alla negoziazione. L'ammontare definitivo del prezzo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nella trattativa e dalle loro rispettive volontà a concludere l'operazione.

A seconda delle caratteristiche dell'azienda presa in analisi, del contesto in cui essa opera, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità del processo di valutazione, possono essere utilizzati differenti metodologie di valutazione, eventualmente integrabili fra loro. Solitamente, si affianca ad un metodo "principale" quello ritenuto più idoneo alla situazione di analisi, definito "metodo di controllo", il quale ha lo scopo di verificare e supportare l'attendibilità del risultato ottenuto. Non esiste, infatti, una metodologia ritenuta superiore in assoluto rispetto alle altre e da considerarsi tale in ogni frangente.

Una prima suddivisione dei metodi di valutazione distingue quelli assoluti, basati sui fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari), da quelli relativi, nei quali il valore viene stimato per relazione.

I metodi assoluti vengono definiti "metodi diretti", poiché si valuta la società sulla base di caratteristiche direttamente afferenti alla stessa; nel caso dei metodi relativi si parla, invece, di "metodi indiretti", in quanto il valore economico dell'impresa viene determinato per comparazione con società simili sul mercato, facendo ricorso ai cosiddetti "moltiplicatori".

Le valutazioni assolute, definite anche valutazioni "analitiche", stimano grandezze che possono essere flussi, *stock* o grandezze miste. Infatti, in tale ambito, vi sono fondamentalmente tre tipi di approcci valutativi: l'approccio basato sui flussi di risultato, nel quale rientra il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow* (DCF) e quello reddituale; l'approccio basato sugli *stock*, appartenente il metodo patrimoniale (semplice o complesso) e l'approccio basato sul concetto di *economic profit* o *excess return*, al quale fanno parte l'*Economic Value Added* (EVA) e il metodo misto. Le valutazioni relative, definite anche "empiriche", si basano sulla costruzione di multipli di mercato, indicatori che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e determinate variabili economiche aziendali (fatturato, patrimonio netto, margine operativo, etc.) riguardanti un insieme di imprese ritenute *comparables*, e sulla successiva applicazione dei *ratio* ottenuti dalle variabili economiche della società oggetto del processo valutativo, giungendo in questo modo al valore della medesima. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF) e la metodologia dei multipli di mercato sono i due approcci utilizzati nella valutazione del caso studio, oggetto del presente elaborato. Il *Discounted Cash Flow* (DCF), metodologia di valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati, di origine anglosassone, esprime il valore di un business in funzione della capacità di ottenere adeguati livelli di cassa che soddisfano le aspettative di remunerazione degli investitori. Il modello si basa sull'assunto che il valore dell'impresa sia pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi (*Free Cash Flows*, FCF) i quali vengono generati in maniera previsionale nell'orizzonte del *Business Plan*, e del *Terminal Value* (TV), il quale esprime il valore del complesso aziendale nel periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. I flussi di cassa vengono attualizzati ad un tasso prescelto ( $k$ ), il quale deve essere comprensivo della rischiosità dei *cash flow*



attesi dall'investimento. La valutazione tramite il *Discounted Cash Flow model* può essere approcciata in due modi: dal punto di vista di tutti gli investitori, si parla di valutazione dell'intera azienda o del suo capitale investito (*valore asset side*), dove l'*Enterprise Value* si ottiene attualizzando i *Free Cash Flows from Operations* (FCFO), ovvero i flussi di cassa attesi disponibili per gli investitori, al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), ovvero al costo medio ponderato del capitale; dal punto di vista degli azionisti, si parla di valutazione del capitale netto (*valore equity side*), dove l'*Equity Value* si determina direttamente dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flows to Equity*, FCFE) al costo del capitale netto ( $K_e$ ). Se applicati in modo corretto e coerente, i due approcci *asset side* ed *equity side* dovrebbero fornire la stessa stima dell'*Equity Value*.

Il metodo dei multipli di mercato è la metodologia di valutazione più utilizzata dopo il *Discounted Cash Flow model*. Viene adoperato con il fine di controllare le valutazioni effettuate con gli approcci assoluti; tuttavia, molti autori suggeriscono di utilizzarlo come metodo principale per la valutazione delle imprese.

L'approccio relativo stima il valore di un'azienda attraverso l'osservazione del metodo con cui imprese comparabili, ovvero con caratteristiche simile, vengono valutate sul mercato. Questo metodo si basa sulla definizione dei "multipli di mercato", i quali vengono costruiti rapportando il prezzo di mercato a grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di imprese *comparables*.

I multipli così determinati, dopo esser stati rettificati, vengono applicati alle corrispondenti grandezze della società *target*, ottenendo il valore ricercato.

Il *Discounted Cash Flow model* è considerato dalla teoria economica più razionale e analitico. Nonostante questo, le valutazioni relative risultano le tecniche più utilizzate nella pratica, sicuramente dovuto alla loro semplicità di utilizzo, ma anche alla concretezza dei risultati che ne derivano.

Il processo di stima del valore di un'azienda ha lo scopo di individuare il valore oggettivo del capitale economico della società in oggetto e, molte volte, può risultare differente dal prezzo realmente pagato per tale società che, invece, rappresenta il risultato di una negoziazione.

Un'operazione di acquisizione è economicamente conveniente quando questa genera un valore aggiunto, ovvero quando il valore delle due realtà aziendali unite è superiore alla somma del valore delle due entità separate (*stand alone*).

Le sinergie rappresentano un valore incrementale che due entità aziendali combinate creano, le quali non sarebbero raggiungibili se le imprese continuassero ad operare indipendentemente. Questa analisi è molto importante e delicata, poiché eventuali sopravvalutazioni potrebbero portare il compratore ad offrire un prezzo eccessivo rispetto al valore effettivo. Il venditore, logicamente, opererà in modo contrario, cercando di evidenziare tutte le possibili sinergie per poter ottenere l'offerta maggiore possibile da parte dell'acquirente.

Per effettuare una corretta analisi delle sinergie, è necessario individuare le sinergie conseguibili, determinare i tempi e le condizioni di realizzazione, gli effetti sul piano economico, stabilire un periodo di ritorno (*payback*), e un periodo massimo oltre il quale non si intende procedere, nonché valutare i rischi associati e considerarne l'impatto.

Oltre alla valutazione delle opportunità sinergiche, è necessario non sottovalutare eventuali problemi che potrebbero sorgere in futuro. Per cui, nell'analisi, è opportuno considerare un numero limitato di sinergie, considerando quelle più rilevanti e che non si sovrappongono, valutando le azioni per il raggiungimento di tali obiettivi sinergici. Il successo di un'acquisizione dipende proprio dalla valutazione quantitativa delle sinergie potenziali e dei loro effetti, poiché errori di valutazione possono portare ad una stima errata del prezzo.

#### **CAPITOLO 4 - CASO STUDIO: L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI ESSILORLUXOTTICA**

Il caso di studio scelto per fornire un'evidenza empirica con riferimento all'oggetto di questo lavoro è l'acquisizione di GrandVision, una delle principali catene di *retail* ottico a livello globale, da parte del colosso dell'*eyewear* e dell'*eyecare*, EssilorLuxottica.

Tale caso è stato selezionato in quanto offre numerosi spunti interessanti sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, tra cui la costruzione del *Business plan*, la valutazione della *target* e l'analisi delle sinergie, sia operative che finanziarie, considerando che le due società coinvolte operano nello stesso settore di riferimento.

L'acquisizione di GrandVision rappresenta un traguardo importante per EssilorLuxottica ed un passo significativo nella realizzazione del progetto del Gruppo. EssilorLuxottica ha annunciato il 31 luglio 2019 l'intenzione di acquisire il 100% del capitale di GrandVision, proseguendo il fine di dar vita ad una realtà integrata a livello globale.

Il 1° luglio 2021, dopo aver ricevuto le approvazioni richieste dalle autorità antitrust rilevanti, EssilorLuxottica ha annunciato di aver completato l'acquisizione della partecipazione del 76,72% di GrandVision detenuta da HAL Optical Investments. L'operazione era in linea con i termini dell'accordo sottoscritto con HAL nel luglio 2019, ad un prezzo di 28,42 euro per azione, equivalente ad un *Enterprise Value* pari a 8,0 miliardi di euro e corrispondente ad un multiplo EV/EBITDA pari a circa 14x sulla base dei dati di bilancio 2018.

Il 7 ottobre 2021, il Gruppo ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulla totalità delle azioni rimanenti di GrandVision, che ha portato EssilorLuxottica a detenere il 99,73% delle azioni di GrandVision. A seguito del periodo di post-adesione che si è chiuso il 20 dicembre 2021, EssilorLuxottica deteneva complessivamente circa il 99,84% del capitale sociale emesso di GrandVision. Il 10 gennaio 2022 viene effettuato il *delisting* di GrandVision. In seguito, il 14 aprile 2022, EssilorLuxottica annuncia di aver acquisito anche la restante parte delle azioni di GrandVision, arrivandone a detenere il 100%.

L'acquisizione di GrandVision consentirà al settore dell'*eyewear* e dell'*eyecare* di ottenere un elevato potenziale di crescita. Completando ulteriormente l'ambito di attività di EssilorLuxottica, pur mantenendo il suo modello di business aperto, l'operazione di acquisizione integra gli anni di esperienza e di successo di GrandVision nel mettere il cliente al centro della propria attività. Inoltre, l'acquisizione offre a

EssilorLuxottica l'opportunità di rafforzare il suo business *direct-to-consumer*, beneficiando delle tecnologie, delle competenze e del capitale umano di GrandVision, i quali ne hanno decretato il successo.

Espandendo le sue operazioni al dettaglio, pur mantenendo una forte distribuzione all'ingrosso, EssilorLuxottica aumenterà la sua capacità di guidare il coinvolgimento dei consumatori in modo più efficace per elevare lo standard della *customer experience* nei vari punti vendita, con il risultato di esami della vista più regolari, prescrizioni aggiornate ed una maggiore disponibilità di molteplici prodotti per la cura della vista su misura. Allo stesso tempo, GrandVision beneficerà dell'eccezionale innovazione di prodotto, produzione e commercializzazione di EssilorLuxottica, del sistema informatico integrato, del portafoglio di marchi, della *supply chain* all'avanguardia, dello sviluppo dei talenti e degli strumenti e delle competenze digitali per favorire un rapporto sempre più stretto ed *omnichannel* con i propri consumatori.

Dunque, grazie al *know-how* e alle *capabilities* di GrandVision, EssilorLuxottica potrà esplorare nuovi orizzonti di crescita, digitalizzazione, distribuzione ed innovazione, creando valore.

Con il fine di analizzare l'operazione di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica e di capire se il prezzo pagato dal colosso francese dell'*eyewear* e dell'*eyecare* sia in linea con le aspettative di creazione del valore da parte del management nel momento in cui hanno deciso di acquisire il *retailer* olandese, viene effettuata una valutazione della società *target*.

La valutazione del valore del capitale di GrandVision è articolata nell'utilizzo di due tecniche di valutazione che sono spesso utilizzate in maniera complementare: il *Discounted Cash Flow* (DCF), come metodo principale di valutazione in quanto tecnica di valutazione assoluta, e il metodo dei multipli, approccio relativo che si fonda su valori di mercato e che, nella pratica professionale, viene frequentemente utilizzato dagli esperti del settore come metodo di controllo della valutazione ottenuta tramite il DCF.

Dalla valutazione effettuata con il DCF, si evince un prezzo per azione pari a €21,50. In seguito, sulla base di tale valore ottenuto, ai fini della completezza dell'analisi, viene svolta una *Sensitivity Analysis* riguardante due delle assunzioni più importanti del modello: il WACC e il tasso di crescita *g*. L'analisi di sensitività viene svolta partendo dal valore dello scenario base riguardante queste due variabili e aggiungendo/sottraendo un valore del 0,5%, come da pratica professionale. Dunque, a seguito dell'analisi, possiamo affermare che l'*Enterprise Value* di GrandVision risulta compreso tra 5.245 milioni di euro e 7.574 milioni di euro, corrispondente ad un *Equity Value* compreso tra 4.505 milioni di euro e 6.834 milioni di euro. Considerando il numero di azioni complessive pari a 253,77 milioni, il Prezzo per Azione è compreso tra €17,75 e €26,93. Inoltre, è possibile stimare il valore per azione creato dalle sinergie, con un modello di DCF simile a quello precedentemente utilizzato per stimare il prezzo per azione. Da quest'analisi effettuata, risulta che, considerando il numero di azioni di GrandVision al 31 dicembre 2018, il valore per azione creato dalle sinergie risulta pari a €3,42.

Per quanto concerne la valutazione effettuata con il metodo di controllo, il primo step del metodo di valutazione con i multipli è la ricerca di società quotate che si possano definire comparabili rispetto quella oggetto di valutazione dal punto di vista del settore in cui opera, del *Business model*, delle dimensioni e della

copertura geografica. Le società che rispondono a questi requisiti e che per tali ragioni sono state selezionate sono le seguenti: Safilo Group, Fielmann e National Vision. I multipli che sono stati applicati per la valutazione di GrandVision sono: EV/Sales e EV/EBITDA. Dalla valutazione effettuata con il metodo dei multipli, possiamo evincere che il Prezzo per Azione di GrandVision si trova in un range di prezzo tra €20,94 e €25,38.

I risultati ottenuti con la metodologia dei multipli, nonostante l'elevata dispersione soprattutto dei valori calcolati sui ricavi delle società comparabili, confermano sostanzialmente le valutazioni determinate con il metodo del *Discounted Cash Flow* (prezzo per azione compreso tra €17,75 e €26,93).

Al fine di compiere una disamina completa riguardo la decisione di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, è necessario effettuare anche un'analisi dell'andamento dei due titoli sui rispettivi mercati azionari. Il mercato azionario, dato il suo funzionamento, può essere utilizzato come strumento per ottenere un "feedback" in merito ad una certa operazione di M&A. Infatti, un apprezzamento del titolo della *buyer* o della *target* subito dopo l'annuncio di un'operazione di M&A potrebbe segnalare il gradimento, da parte dei mercati finanziari, di tale decisione per quell'azienda.

Il primo tipo di analisi da fare è quello dell'andamento generale del titolo nell'intero periodo che va da fine 2018 a fine 2021. Dall'analisi svolta si è evinto che le oscillazioni più brusche del prezzo azionario delle due società siano dovute alla pandemia causata dal COVID-19.

Per una disamina più specifica riguardo gli effetti dell'annuncio sul prezzo azionario delle due società, è utile andare ad analizzare più a fondo le oscillazioni del prezzo lungo un periodo sia antecedente sia successivo all'annuncio stesso. Per esser sicuri di catturare l'intero effetto dell'annuncio, questa analisi prende in considerazione il prezzo dei due titoli per un periodo che va da 60 giorni prima a 60 giorni dopo l'annuncio dell'offerta per le azioni di GrandVision da parte di EssilorLuxottica. Dall'analisi effettuata, possiamo dedurre che, nonostante l'annuncio sia formalmente avvenuto il 31 luglio 2019, già nei giorni precedenti dopo il 17 luglio il prezzo di GrandVision era vistosamente in rialzo rispetto al periodo precedente. Ciò è dovuto alla conferma da parte di EssilorLuxottica e HAL delle trattative per l'acquisizione del 77% di Grand Vision da parte di EssilorLuxottica, evincendo una forte motivazione strategica per il colosso francese dell'*eyewear* e dell'*eyecare*.

La medesima cosa non si è verificata invece per EssilorLuxottica, il cui prezzo ha comunque subito un rialzo, ma solo in seguito all'annuncio ufficiale, dimostrando comunque che il mercato abbia accolto positivamente tale notizia anche per la *buyer*. Il prezzo delle azioni delle due società è variato, tra la chiusura del giorno dell'annuncio e quella del giorno antecedente rispettivamente da €118,7 a €122,7 per EssilorLuxottica e da €25,4 a €27,2 per GrandVision, facendo registrare, dunque, una variazione percentuale rispettivamente del +3% e del +7%.

L'ultima tipologia di analisi dei titoli delle due società che è utile condurre è il confronto con i rispettivi indici di Borsa. Andando a confrontare l'andamento del titolo di una società con quella del relativo indice borsistico,

si può evincere come il titolo abbia performato rispetto al proprio mercato di riferimento. In questa analisi, al contrario delle precedenti, il periodo di riferimento scelto è l'intero anno 2019.

L'indice di riferimento di EssilorLuxottica, essendo quotata sull'Euronext Paris, è il CAC40, che comprende le azioni delle 40 società più significative dell'Euronext Paris. Quello di GrandVision, la quale è stata quotata sull'Euronext Amsterdam fino a gennaio 2022, è invece l'AEX, che raggruppa le 25 azioni più scambiate sul mercato di Amsterdam.

Per quanto concerne GrandVision, è possibile evincere che il titolo abbia mantenuto un andamento sostanzialmente costante fino al 17 luglio 2019. A partire da tale data, il prezzo del titolo ha iniziato ad alzarsi lentamente fino al giorno dell'annuncio, data nel quale ha fatto registrare un netto incremento del prezzo fino ad arrivare circa al +40% rispetto al prezzo di inizio anno, per poi rimanere costantemente intorno al +43% sino al termine del 2019. L'AEX, invece, ha avuto un andamento molto più costante durante tutto l'anno, con un incremento percentuale intorno al +17% nei giorni dell'annuncio dell'operazione tra EssilorLuxottica e GrandVision rispetto al valore di inizio anno, che dimostra come il titolo GrandVision abbia nettamente over performato il mercato in seguito a tale annuncio.

Dal confronto tra il titolo di EssilorLuxottica e il CAC40, riscontriamo dei risultati più interessanti, in quanto il rendimento percentuale del titolo di EssilorLuxottica risultava essere, tra inizio l'inizio dell'anno e il mese di luglio 2019, costantemente negativo, con un picco negativo del -13% registrato ad aprile, nettamente al di sotto del rendimento dell'indice borsistico. A partire da giugno, il prezzo ha iniziato a crescere costantemente fino a tornare al livello di inizio anno verso fine mese, per poi registrare un incremento del +15,6% in seguito all'annuncio e una crescita costante fino a fine anno, chiudendo al +22%, in linea con il rendimento del CAC40.

Da quanto analizzato, possiamo evincere che il mercato abbia accolto molto positivamente l'annuncio dell'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, valorizzando il rendimento del titolo di entrambe le società già ben prima dell'annuncio ufficiale. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che gli agenti di mercato più informati abbiano da subito colto il potenziale di quest'operazione in termini di creazione di valore futuro. Dunque, si può concludere che i presupposti alla base dell'operazione fossero molto positivi, e che tutti gli agenti coinvolti si aspettassero che l'operazione avrebbe creato valore in maniera consistente per tutti i soggetti coinvolti, sia per gli azionisti uscenti, sia per la *buyer*, EssilorLuxottica.

Infine, cercando di capire se e in che misura EssilorLuxottica sia riuscita a creare valore tramite l'operazione sfruttando le sinergie sopra descritte con GrandVision, compariamo i risultati economici 2021 pro-forma dell'entità combinata, che includono il consolidamento della società acquisita dal 1 gennaio, con i risultati conseguiti dal Gruppo francese nel 2019, ultimo anno di consuntivo prima dell'impatto del COVID-19 e dell'acquisizione, a cui sono stati sommati i risultati economici di GrandVision dello stesso anno.

Nonostante sia comunque difficile fare un'analisi precisa degli effetti dell'acquisizione di GrandVision dalla comparazione dei risultati del 2021 con quelli del 2019 (prima del COVID-19) otteniamo dei dati interessanti: a fronte di un valore sostanzialmente costante dei ricavi combinati (17.390 milioni di euro di EssilorLuxottica

e 4.039 milioni di euro di GrandVision, per un totale di 21.429 milioni di euro totali nel 2019 contro i 21.498 di euro dell'entità combinata nel 2021), l'EBIT dell'entità combinata nel 2021, pari a 2.518 milioni di euro sia molto più alto della somma dell'EBIT delle due aziende separate nell'anno 2019 (rispettivamente 1.678 e 324 milioni di euro per le due aziende nel 2019, per un totale di 2.002 milioni di euro). Questo dimostra come, nonostante i devastanti effetti della pandemia causata dal COVID-19, EssilorLuxottica, grazie anche al contributo di GrandVision, sia riuscita, già nel 2021, ad aumentare il risultato operativo in modo significativo.

## **Conclusioni**

Il presente elaborato ha ampiamente evidenziato come le operazioni di M&A vengono considerate tra i principali strumenti di crescita delle organizzazioni, attuate per conseguire una creazione di nuovo valore e un vantaggio competitivo.

Nella prima parte del documento sono state messe in evidenza le diverse strade che le imprese possono intraprendere per il loro sviluppo e per la creazione di nuovo valore; successivamente, l'attenzione si è spostata sulle strategie di crescita per linee esterne. Dopo aver definito con precisione il concetto di *Mergers & Acquisitions*, è stata ripercorsa la storia delle principali *merger waves* che hanno contraddistinto gli anni passati, fino a giungere ai giorni presenti.

Nel corso degli anni, le operazioni di M&A sono divenute un vero e proprio processo di crescita strategica, consentendo alle imprese di rispondere ai cambiamenti del mercato, di cogliere le opportunità di sviluppo e consentendo loro di essere sempre più competitive. Queste operazioni hanno permesso l'ingresso di imprese in nuovi settori con elevate barriere all'ingresso, l'ottenimento di nuove capabilities e *know-how* tecnologico, riuscendo a sfruttare positivamente le sinergie derivanti dall'unione di due realtà aziendali.

Il lavoro svolto approfondisce le tematiche relative alla determinazione del valore aziendale nell'ambito del processo di acquisizione di una società *target*. In particolare, viene sottolineato quanto questa fase sia una delle più importanti dell'intero processo, poiché una valutazione errata può limitare o addirittura annullare i benefici dell'operazione.

Per quanto concerne l'acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, si è evidenziato come l'operazione abbia generato valore.

Il prezzo per azione pagato da EssilorLuxottica, pari a €28,4, è significativamente più alto rispetto al relativo valore prima dell'annuncio dell'operazione, quando era vicino a €20. La spiegazione sottostante questa differenza risiede nei molteplici fattori che sono stati analizzati nei paragrafi precedenti.

In primo luogo, il prezzo di circa €20 per azione scontava probabilmente una performance, da parte di GrandVision, inferiore rispetto all'indice azionario di riferimento. Inoltre, l'elemento più significativo che giustifica la citata differenza di valore è ovviamente rappresentato dalle sinergie perseguibili grazie all'acquisizione e al consolidamento di GrandVision, che rappresentava per EssilorLuxottica un'opportunità

unica per la particolare complementarità delle attività e per la strategicità del business. Inoltre, l'acquirente ha sfruttato la propria struttura del capitale caratterizzata da poco debito per finanziare completamente l'operazione attraverso un incremento del proprio indebitamento netto a fronte di un significativo aumento del risultato operativo e conseguentemente dei flussi di cassa.

Tali considerazioni hanno portato quindi EssilorLuxottica a riconoscere un premio importante agli azionisti di GrandVision, anche riconoscendo un *control premium*.

Attraverso una *Accretion Analysis*, è possibile stimare il beneficio relativo all'acquisizione di GrandVision sulla base dell'incremento percentuale del *Cash Flow* prospettico di EssilorLuxottica derivante dall'operazione. Nel complesso, come è possibile evincere dall'*Accretion Analysis*, l'acquisizione di GrandVision ha permesso ad EssilorLuxottica di generare un incremento del proprio *Cash Flow* compreso tra il 7% e il 10% (a seconda che si considerino le sinergie o meno), e ciò dimostra come l'operazione abbia generato valore per EssilorLuxottica.