



**Dipartimento di Impresa a  
Management**

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

**Dinamiche di M&A: approfondimento sul  
caso Banca Finnat Euramerica**

Prof. Luca Pirolo

---

RELATORE

Tommaso Candreva - 251461

CANDIDATO





# Indice

<b><i>CAPITOLO 1 - I Fondamenti delle Fusioni e Acquisizioni</i></b> .....	<b>7</b>
<b>1.1 Il termine M&amp;A</b> .....	<b>7</b>
<b>1.2 Perché le imprese si fondono con i competitors</b> .....	<b>8</b>
1.2.1 Riduzione dei costi .....	9
1.2.2 Integrazione verticale .....	12
1.2.3 Expertise .....	12
1.2.4 Espansione geografica.....	13
1.2.5 Eccesso di fondi .....	13
1.2.6 Aumento del potere di mercato .....	14
<b>1.3 Diversificazione</b> .....	<b>15</b>
1.3.1 Strategie di sviluppo dell'impresa mediante la matrice del Boston Consulting Group .....	16
1.3.2 La diversificazione fallimentare Daimler - Chrysler.....	20
<b>1.4 Le sinergie</b> .....	<b>21</b>
<b>1.5 Classificazione delle operazioni di M&amp;A</b> .....	<b>23</b>
1.5.1 Relazioni e direzioni strategiche .....	23
1.5.2 Classificazione delle M&A per Modalità d'Intervento .....	27
<b>1.6 La struttura del processo acquisitivo</b> .....	<b>29</b>
1.6.1 Le Banche di Investimento: Definizione e ruolo.....	30
1.6.2 Lettera di incarico alla banca di investimento.....	31
1.6.3 La ricerca del potenziale acquirente.....	33
1.6.4 La Valutazione del business .....	34
1.6.5 Il memorandum confidenziale.....	35
1.6.6 Lettera di intenti.....	36
1.6.7 Closing.....	37
<b><i>CAPITOLO 2 – Il Discounted Cash Flow e il Metodo dei Multipli: Analisi dei Principali Strumenti di Valutazione</i></b> .....	<b>38</b>
<b>2.1 Metodi per la valutazione aziendale: Il metodo del Discounted cash flow</b> .....	<b>39</b>
2.1.1 Il terminal Value .....	40
2.1.2 La determinazione dei flussi di cassa.....	41
2.1.3 La stima del costo del capitale.....	45
<b>2.2 Il metodo dei multipli</b> .....	<b>48</b>
2.2.1 Il processo di valutazione utilizzando il metodo dei multipli.....	48
<b><i>CAPITOLO 3 - Dal Contesto Normativo all'Analisi Quantitativa: L'Antitrust Europeo e le Misure Statistiche della Concentrazione</i></b> .....	<b>51</b>
<b>3.1 L'intersezione tra M&amp;A e legislazione Antitrust</b> .....	<b>52</b>
<b>3.2 L'analisi economica del diritto antitrust</b> .....	<b>52</b>
<b>3.3 Il diritto antitrust in Europa</b> .....	<b>55</b>
<b>3.4 Il divieto di intese anticoncorrenziali: L'articolo 101 del TFUE</b> .....	<b>55</b>
<b>3.5 L'abuso di posizione dominante vietato dall'articolo 102</b> .....	<b>57</b>
<b>3.6 La regolamentazione delle concentrazioni nel contesto dell'Unione Europea</b> ...	<b>63</b>
<b>3.7 Misure statistiche della concentrazione</b> .....	<b>67</b>

3.7.1 Indici di concentrazione assoluta.....	67
3.7.2 Indici di concentrazione relativa .....	69
3.7.3 Calcolo del livello di concentrazione nel settore delle telecomunicazioni in Italia (2022).....	70
<b>Capitolo 4 - Case Study - La fusione di Banca Finnat.....</b>	<b>71</b>
4.1 Banca Finnat Euramerica .....	71
4.2 Descrizione dell'operazione.....	73
4.3 L'offerta Pubblica d'Acquisto (OPA): possibili scenari ex-ante .....	75
4.3.1 Esito dell'OPA .....	77
4.4 Calcolo del valore azionario di Banca Finnat attraverso il metodo dei multipli .....	78
4.5 Variazione della solidità patrimoniale e finanziaria pre e post fusione .....	80
4.5.1 L'indice di copertura delle immobilizzazioni.....	80
4.5.2 L'indice di autonomia finanziaria .....	81
4.5.3 La Variazione del rapporto tra Margine di Interesse e Margine di Intermediazione.....	85
4.5.4 L'interpretazione del rapporto tra margine di interesse ed intermediazione per Banca Finnat .....	86
4.6 Un caso a confronto: il delisting della AS Roma calcio.....	86
4.7 Conclusioni .....	88



# CAPITOLO 1 - I Fondamenti delle Fusioni e Acquisizioni

Le operazioni di M&A rivestono un ruolo fondamentale nel panorama delle strategie aziendali. Questo capitolo esamina i principali motivi che portano le aziende a intraprendere tali operazioni, con un focus particolare sulla diversificazione e sulle sinergie. Dopo aver analizzato le ragioni che stanno dietro a queste decisioni, il capitolo prosegue illustrando la struttura del processo acquisitivo, delineando le fasi cruciali e il valore di ogni passaggio. Attraverso questa analisi, si mira a fornire una visione completa e approfondita delle dinamiche delle operazioni di M&A.

## 1.1 Il termine M&A

Le concentrazioni sono forme d'integrazione che comportano l'accentramento in un unico soggetto dell'autonomia sia giuridica sia economica di una sola di esse. Le fusioni ed acquisizioni sono forme di concentrazione/agggregazione che prevedono integrazioni societarie ed economiche mediante articolazioni diverse.

Con l'espressione fusioni e acquisizioni (Merger and Acquisition, da cui l'acronimo M&A) s'intendono tutte quelle operazioni di finanza straordinaria che portano alla fusione di due o più entità giuridico - economiche (società). **Merger** è la fusione vera e propria: con tale operazione le società partecipanti alla fusione cessano la loro esistenza giuridica per far confluire i loro patrimoni in una nuova società. L'**Acquisition** è una forma di fusione per incorporazione in cui una società (l'incorporante) mantiene la propria identità giuridica annettendo altre società, che cessano di esistere. In questo caso quindi non si configura una nuova società.

Le acquisizioni assumono una doppia natura, potendo essere sia **amichevoli** sia **ostili**. Nel caso di un'acquisizione amichevole, l'azienda target manifesta la propria disponibilità ad essere acquisita, percependo tale operazione come un'opportunità per espandersi in nuovi settori e sfruttare le risorse messe a disposizione dall'acquirente. Questo fenomeno è particolarmente evidente nel caso di piccole imprese di successo che ambiscono a crescere e svilupparsi, ma sono limitate dalla carenza di capitale. Pertanto, l'azienda di minori dimensioni potrebbe cercare

attivamente un partner più grande disposto a fornire l'investimento necessario, configurando in tal modo quella che viene talvolta denominata un'acquisizione amichevole o concordata. In contrasto, si può avere un'acquisizione ostile, dove l'azienda target si oppone all'acquisizione. Queste operazioni, conosciute anche come prese di controllo ostili, delineano una modalità di acquisizione che può generare significative implicazioni strategiche e gestionali per le aziende coinvolte.

I termini fusione e acquisizione sono spesso confusi o usati in modo intercambiabile, si tratta però di due concetti diversi. In apparenza, la distinzione di significato può non essere importante, poiché il risultato netto è spesso lo stesso: due aziende (o più) che avevano proprietà separate operano ora sotto lo stesso tetto, di solito per raggiungere un obiettivo strategico o finanziario<sup>1</sup>.

Nonostante ci sia una differenza, si utilizza molto spesso il termine **ombrello** *Mergers and Acquisitions M&A*. In senso più ampio nel termine M&A confluiscono tutte quelle operazioni di crescita per linee esterne che rientrano nell'ambito della finanza straordinaria, ovvero quelle manovre che hanno come obiettivo la creazione di valore tramite l'implementazione di azioni che portano alla modificazione irreversibile dell'aspetto societario ed organizzativo dell'impresa<sup>2</sup>.

## 1.2 Perché le imprese si fondono con i competitors

Negli ultimi anni il sistema economico – finanziario ha subito profonde trasformazioni, che hanno dato corso ad un processo di consolidamento tuttora in pieno dispiegamento. Le numerose operazioni di aggregazione sono riconducibili a diversi fattori, generalmente concomitanti. Alcuni propri del settore bancario, tra questi spiccano: il quadro normativo di riferimento, la ricezione di alcuni provvedimenti di carattere internazionale (ad es. le regolamentazioni del comitato di Basilea) e anche la maggiore considerazione da parte della autorità di vigilanza per gli intermediari di grandi dimensioni (fenomeno del *too big to fail*<sup>3</sup>). Altri

---

<sup>1</sup> Sherman, A.J. and Hart, M.A. (2009) *Mergers & acquisitions from A-to-Z latest trends and Best Practices for Structuring Profitable Deals*, pag.11.

<sup>2</sup> Dallochio, M. *et al.* (2021) *Mergers & Acquisitions*. Milano: Egea, pag.5

<sup>3</sup> Il fenomeno 'too big to fail' si riferisce alla percezione che alcune istituzioni finanziarie siano talmente grandi e interconnesse con il sistema economico globale che il loro fallimento potrebbe



invece sono comuni alle tradizionali operazioni di fusione e acquisizione del settore industriale, ne rappresentano un esempio la ricerca delle economie di scala, di scopo e la diversificazione dei rischi che attengono all'attività.

Vi sono quindi molteplici motivazioni che possono incentivare un'operazione di M&A. Nei paragrafi successivi saranno illustrate le principali.

### 1.2.1 Riduzione dei costi

Una prima motivazione per cui le imprese intraprendono operazioni di M&A sono i risparmi ottenuti dalla produzione di beni in grandi quantità. La riduzione dei costi si concretizza principalmente nella realizzazione di **economie di scala** ed **economie di scopo**.

#### *Economie di scala*

Le economie di scala si verificano quando l'incremento delle dimensioni di un'attività (spesso misurato in termini di volume di produzione) porta a una riduzione dei costi medi per unità prodotta. Questo significa che più un'azienda produce, minori saranno i costi unitari di produzione. Tra le varie ragioni, la predominante legata alla riduzione del costo medio con l'aumento dell'output è la distribuzione dei **costi fissi** (quali l'amministrazione e la ricerca e sviluppo) su un maggior numero di unità prodotte. Per capire come il concetto di economie di scala si leghi alle operazioni di fusione e acquisizione è sotto riportato un esempio<sup>4</sup>, riassunto nella **tabella 1.1**.

Periodo 1: impresa A <b>Pre merger</b>	Periodo 2: impresa A <b>Post merger</b>
<b>Assunzioni</b>	<b>Assunzioni</b>
Prezzo: 4\$ per unità	L'impresa A acquista l'impresa b che produce 500000 unità dello stesso prodotto all'anno

---

avere conseguenze catastrofiche per l'economia. Di conseguenza, si crede che tali istituzioni siano più propense a ricevere sostegno governativo in tempi di crisi finanziaria per evitare il rischio sistemico che potrebbe derivare dal loro collasso.

<sup>4</sup> Esempio ripreso dal libro *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities (eighth edition)*, pag.10.

Costi fissi: 1000000\$, costi variabili: 2,75 per unità	Prezzo: 4\$ per unità
Produzione: 1000000 unità annue	costi variabili: 2,75\$ per unità
Impresa produce al 50% della capacità	Costi fissi: 1000000\$
<i>Profitto</i> = 250000\$	<i>Profitto</i> = 875000\$
<i>Margine profitto</i> <sup>5</sup> (%) = 6,25	<i>Margine di profitto</i> (%) = 14,58
<i>Costi fissi unitari</i> = 1\$	<i>Costi fissi unitari</i> = 0,67\$

Tabella 1.1 – Il ruolo delle economie di scala nelle operazioni di M&A

È evidente da questo esempio come le economie di scala possano giocare un ruolo determinante nelle operazioni di fusione ed acquisizione. L'**impresa A**, infatti, spostando la produzione dell'**impresa B** (in seguito all'operazione di fusione) nel proprio impianto sottoutilizzato riesce a spalmare i costi fissi sulle 500000 unità di output addizionale. I costi fissi scendono infatti, come si può notare dalla tabella, da 1\$ per unità a 0,67\$ per unità.

I vantaggi delle operazioni di M&A in termini di riduzione dei costi non derivano ovviamente solo dalla riduzione dei costi fissi, le economie di scala possono infatti anche influire sui **costi variabili**. Le aziende combinate possono essere in grado di negoziare prezzi di acquisto più bassi grazie alla loro maggiore leva contrattuale e ridurre i prezzi degli input visto l'aumento degli acquisti all'ingrosso.

---

<sup>5</sup> Il margine di profitto rappresenta la porzione di profitto che una società guadagna rispetto ai ricavi totali, si calcola quindi dividendo il profitto netto per i ricavi totali.

Ad esempio, uno dei motivi dietro all'acquisizione di Saucony da parte di Stride Rite nel 2005 era proprio, vista la maggiore dimensione, quella di poter concludere dei contratti di produzione migliori in Cina<sup>6</sup>.

### ***Economie di scopo***

Le "**economie di scopo**" si verificano quando la produzione congiunta di due o più prodotti in un'impresa è meno costosa rispetto alla produzione di questi prodotti in imprese separate. In altre parole, un'impresa che produce più prodotti può ridurre i suoi costi complessivi grazie alle sinergie o alle competenze condivise tra le diverse linee di produzione. Un esempio emblematico di come le economie di scopo possano essere sfruttate attraverso fusioni o acquisizioni è dato da **Procter & Gamble** (P&G). Attraverso una serie di acquisizioni strategiche, P&G ha ampliato la sua gamma di prodotti da detersivi e saponi a una vasta gamma di prodotti per la cura della persona e farmaceutici. Tuttavia, non si è limitata a produrre questi prodotti; ha sfruttato le sue competenze di marketing e distribuzione per vendere in modo efficace a livello globale<sup>7</sup>.

Un altro esempio significativo è rappresentato da **Honda**. Questa azienda, originariamente focalizzata sulla produzione di motociclette, ha utilizzato le sue competenze specialistiche nella produzione di motori a combustione interna per diversificare la sua offerta. Honda non solo produce automobili, ma anche una varietà di altri prodotti come tosaerba e spazzaneve, tutti alimentati dai motori che ha sviluppato. Questo tipo di diversificazione, basato sulle competenze chiave dell'azienda, ha permesso a Honda di sfruttare le economie di scopo e di espandersi in nuovi mercati mantenendo una coerenza con la sua competenza principale.

---

<sup>6</sup> Berk, J.B. and DeMarzo, P.M. (2017) *Corporate finance*. Boston: Pearson, pag. 1008.

<sup>7</sup> *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities (eighth edition)*, pag.11.

### 1.2.2 Integrazione verticale

Questo termine si riferisce alla fusione di due aziende nello stesso settore che producono prodotti richiesti in diverse fasi del ciclo produttivo<sup>8</sup> (il concetto di integrazione verticale in senso stretto sarà analizzato nel **paragrafo 1.5**, in questo paragrafo ci si concentra sui benefici derivanti da operazioni di questo tipo). Il principale beneficio dell'integrazione verticale è la **coordinazione**, permettendo una direzione centrale comune, un'impresa potrebbe infatti migliorare il proprio prodotto se avesse il controllo degli input necessari alla sua realizzazione per il prodotto oppure non essere soddisfatta di come i suoi prodotti sono distribuiti e prendere il controllo dei canali distributivi. Ad esempio, molte compagnie petrolifere sono integrate verticalmente, possedendo tutte le fasi del processo produttivo. Tuttavia, le grandi corporazioni sono più complesse da gestire, e non tutte le aziende di successo scelgono questa via, come dimostra il caso di Microsoft, che ha deciso di non integrarsi verticalmente: la realizzazione del sistema operativo che la maggior parte dei computer utilizzano ma non i computer<sup>9</sup>.

### 1.2.3 Expertise

Le imprese possono necessitare di **competenze specifiche** per competere efficacemente. Di fronte a questa situazione, un'azienda può tentare di assumere personale con le competenze richieste o, in alternativa, acquistare il talento come un'unità già funzionante acquisendo un'azienda esistente.

---

<sup>8</sup> Il ciclo produttivo è l'insieme sequenziale di fasi e operazioni attraverso cui una materia prima o semi-lavorata viene trasformata in un prodotto finito. Questo processo può variare in complessità e durata a seconda del settore industriale e del tipo di prodotto in questione.

<sup>9</sup> Berk, J.B. and DeMarzo, P.M. (2017) *Corporate finance*. Boston: Pearson, pag.1008.

#### 1.2.4 Espansione geografica

L'espansione geografica è un'altra ragione molto comune dietro alle operazioni di fusione e acquisizione; infatti, per molte imprese ed in alcune situazioni acquisire una realtà locale è molto più semplice che costruirne una. Ovviamente nel trade off **Build or Buy** quanto sono diverse le due regioni operative (quella attuale e quella target) è un determinante fondamentale. Ad esempio, un'azienda che si espande da New York al New Jersey può incontrare poche sfide e poche differenze, al contrario, un'azienda che si espande dagli Stati Uniti all'Asia può trovarsi di fronte ad un insieme globale di sfide per adattare la propria attività alle abitudini locali molto più complicato e vasto <sup>10</sup>.

#### 1.2.5 Eccesso di fondi

Nell'analisi dei motivi che inducono le imprese a impegnarsi in operazioni di fusione e acquisizione (M&A), l'eccesso di fondi emerge come un fattore particolarmente influente. Nel contesto di un'industria matura, è possibile che un'azienda generi un significativo flusso di liquidità, trovandosi tuttavia con scarse opportunità di reinvestimento. Sebbene, da un punto di vista teorico, l'eccesso di liquidità debba essere redistribuito agli azionisti tramite aumenti dei dividendi o acquisti di azioni proprie, i manager possono essere riluttanti a intraprendere tali politiche che potrebbero essere percepite come un impoverimento dell'azienda. In questo scenario, l'acquisizione di un'altra impresa rappresenta un'alternativa attraente, specialmente per quelle aziende che dispongono di un surplus di cassa e limitate opportunità di investimento, optando spesso per acquisizioni come modalità di redistribuzione del loro capitale<sup>11</sup>. La generazione di risorse superiori

---

<sup>10</sup> S., F.M.E. (2017) *Mergers and acquisitions basics: The key steps of acquisitions, divestitures, and Investments*, 2nd edition, Capitolo 3.

<sup>11</sup> Brealey, R.A. (2020a) *Principi di Finanza Aziendale*. Milano etc.: McGraw-Hill Education, pag. 687.

alle esigenze di crescita sarà trattata in maniera più approfondita nel **paragrafo 1.3.1** della matrice BCG.

### 1.2.6 Aumento del potere di mercato

Il potere di mercato è definito come la capacità di fissare e mantenere prezzi al di sopra dei livelli competitivi. In termini microeconomici il potere di mercato si riferisce alla capacità di fissare un prezzo superiore al costo marginale. Abba Lerner ha sviluppato il cosiddetto **indice di Lerner**, che misura l'entità della differenza tra prezzo e costo marginale rispetto al prezzo (misura, dunque, il potere di mercato di una impresa). L'indice di Lerner varia tra **0 e 1**. L'indice prossimo allo 0 indica una situazione prossima alla **concorrenza perfetta**, all'aumentare del valore l'impresa acquista potere di mercato fino ad arrivare al caso estremo di monopolio in cui l'indice è uguale ad 1. L'indice di Lerner è generalmente elevato nel mercato di **monopolio**.

$$\text{Indice di Lerner} = \frac{P - CM}{P}$$

Il semplice fatto di avere una differenza positiva tra prezzo e costo marginale, tuttavia, non garantisce i profitti, perché i costi fissi potrebbero essere sufficientemente elevati da generare perdite per l'impresa.

Le **fonti** del potere di mercato sono principalmente tre: **differenziazione del prodotto, barriere all'ingresso e quota di mercato**. Attraverso le operazioni di M&A, un'azienda è in grado di aumentare la propria quota di mercato. Quando due società si fondono infatti tendono a incrementare la base clienti, quella prodotti, i servizi e le tecnologie disponibili, e anche se in parte i consumatori di riferimento potrebbero essere sovrapponibili, in linea di massima non sarà difficile conseguire un buon passo in avanti in termini di market share<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Gaughan, P.A. (2018) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, pag.158.

Le ultime due ragioni che guidano la decisione di avviare operazioni di M&A, ossia la **diversificazione** e la realizzazione di **sinergie**, saranno esaminate in dettaglio nei successivi paragrafi, data la loro rilevanza e la necessità di un'analisi più approfondita.

### 1.3 Diversificazione

La diversificazione è spesso alla base delle decisioni strategiche delle imprese di intraprendere operazioni di M&A. L'obiettivo principale della diversificazione è quello di ridurre il **rischio** globale dell'azienda espandendo la sua presenza in mercati o settori diversi da quelli di origine. Attraverso l'acquisizione o la fusione con un'azienda in un settore diverso, l'impresa può ridurre la sua esposizione alle fluttuazioni economiche o ai rischi specifici del settore, e potenzialmente, ottenere rendimenti più stabili nel tempo.

Da un punto di vista matematico, la diversificazione può essere rappresentata attraverso la formula della varianza del portafoglio di due attività (in questo contesto aziende):  $\sigma_p^2 = w_1^2 \sigma_1^2 + w_2^2 \sigma_2^2 + 2w_1 w_2 p_{12} \sigma_1 \sigma_2$ .

Se due attività (o aziende, in questo contesto) hanno un coefficiente di correlazione<sup>13</sup> perfettamente negativo  $p_{12} = -1$ , la varianza del portafoglio composto da queste due attività può essere minimizzata, indicando una perfetta diversificazione.

Il **grado** della diversificazione può essere misurato rapportando le attività secondarie all'attività totale. Se un'impresa ha ad esempio tre attività: *Attività A* = 60% *Attività B* = 30% *Attività C* = 10% il grado di diversificazione risulterebbe pari al 40%.

---

<sup>13</sup> Il coefficiente di correlazione è una misura statistica che descrive la forza e la direzione del rapporto lineare tra due variabili. Varia tra -1 e 1, dove un valore di 1 indica una correlazione positiva perfetta, -1 una correlazione negativa perfetta, e 0 l'assenza di correlazione.

Tornando al contesto delle M&A, se un'azienda opera in un settore altamente volatile o rischioso e decide di acquisire o fondersi con un'azienda in un settore meno correlato o diverso, può ottenere un profilo di rischio-rendimento complessivo più favorevole. Questa strategia, se implementata correttamente, può portare a un aumento del valore per gli azionisti e una maggiore stabilità finanziaria per l'entità risultante dalla fusione o acquisizione.

### 1.3.1 Strategie di sviluppo dell'impresa mediante la matrice del Boston Consulting Group

Uno dei tipici motivi che spingono le imprese ad avviare dei processi di diversificazione si verifica quando la generazione di risorse prodotte dall'attività tradizionale supera le esigenze dell'impresa stessa per mantenere la propria competitività nel settore di origine.

Uno strumento frequentemente utilizzato per l'individuazione dei business con buona profittabilità e bassi tassi di crescita, la cui generazione di risorse supera le esigenze di crescita è la **matrice BCG**.

La matrice BCG è un framework di gestione del portafoglio che aiuta le imprese a capire come dare priorità ai loro diversi settori di attività. Il modello del BCG prevede l'intersezione di due variabili sul piano cartesiano:

- L'asse verticale corrisponde al **tasso di crescita del mercato**, ovvero al potenziale di sviluppo del mercato nei prossimi anni. Si ritiene generalmente che un mercato in crescita registri un aumento di circa il 5% delle vendite in volume. La formula base per calcolare il tasso di crescita del mercato è:

$$\text{tasso di crescita}(\%) = \left( \frac{\text{Valore finale} - \text{Valore iniziale}}{\text{Valore iniziale}} \right) * 100$$

- L'asse orizzontale rappresenta, invece la **quota di mercato relativa** della **Strategic Business Unit**. Per calcolarla si utilizza generalmente il



rapporto tra quota relativa della SBU rispetto alla quota di mercato relativa del principale concorrente. La quota di mercato relativa si considera forte quando il valore è superiore a 1,5<sup>14</sup>.

- La matrice BCG dopo aver determinato le due variabili, fissa anche due **linee di demarcazione** una verticale ed una orizzontale. La linea orizzontale viene fissata in corrispondenza del valore medio di crescita di tutti i settori, la linea di demarcazione verticale invece viene fissata per convenzione in corrispondenza di un valore pari ad 1,5. Superato questo valore come detto appena sopra la quota di mercato si considera forte.

I due parametri permettono di individuare quattro quadranti (**figura 1.1**), in ciascuno dei quali si osserva una diversa tipologia di business:

- **Dog:** caratterizzati da un basso tasso di crescita del mercato e piccola quota di mercato;
- **Question Mark:** caratterizzati da un alto tasso di crescita del mercato e piccola quota di mercato;
- **Star:** caratterizzati da un alto tasso di crescita del mercato e quota di mercato;
- **Cash Cow:** caratterizzati da un basso tasso di crescita del mercato e alta quota di mercato.

---

<sup>14</sup> *Matrice di Crescita BCG Teorie e Applicazioni; La chiave della gestione del portafoglio*, MARMOL, T.D. (2023), pag.6 e ss.

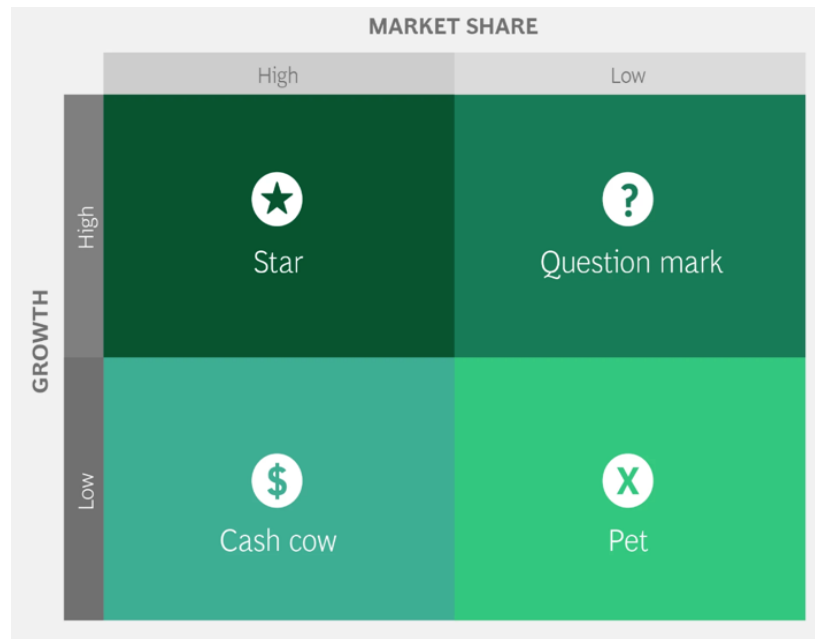


Figura 1.1 – La matrice BCG<sup>15</sup>

Le varie unità di business sono interpretate in relazione alla loro capacità di generare dei flussi di cassa positivi o negativi, questa capacità è correlata con i due parametri utilizzati nella griglia.

I business *star* e *dog* risultano per ragioni opposte entrambi in tendenziale equilibrio di cassa. I primi, situati nell'angolo superiore sinistro della matrice, infatti generano molte risorse finanziarie grazie alla posizione di leadership detenuta nel mercato, ma allo stesso tempo richiedono risorse di cassa significative per sostenere la loro forza competitiva nei loro mercati in rapida crescita. I flussi di cassa prodotti dai business *dogs* sono molto ridotti e altrettanto limitati sono quelli assorbiti vista la scarsa crescita della domanda nel settore. Se non ci sono motivi legittimi per aspettarsi un'inversione di tendenza nel prossimo futuro la strategia più logica sarebbe o quella di ridurre al minimo gli investimenti (*harvest*) oppure liberarsi dell'attività perché non più strategica e profittevole (*disinvest*)<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> [www.BCG.com](http://www.BCG.com)

<sup>16</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla capacità di generare flussi di cassa (positivi o negativi) delle varie tipologie di business e le strategie associate si veda: Fontana, F. e Caroli, M.

Come già anticipato, i **Question Marks** sono business che hanno una bassa quota di mercato in mercati in crescita. Poiché il mercato è in espansione, i **Question Marks** tendono a chiedere liquidità per continuare a competere (sottraggono dunque liquidità all'impresa). In questi casi l'approccio strategico non è chiaro: se il management intravede delle potenzialità per far crescere la quota di mercato della divisione e farla entrare nella star box si punterà verso strategie di sviluppo e crescita. Se invece l'analista non vede potenzialità nella divisione o se l'impresa non ha la liquidità necessaria per investirci la dismissione può essere un'opzione.

Infine, i Business **Cash Cow** hanno una quota di mercato dominante in mercati che non crescono in modo significativo<sup>17</sup>, richiedono investimenti di cassa limitati a causa della minore crescita del mercato, questo significa dunque che generano molta più liquidità di quanta ne consumino. Sono questi i business cruciali in ottica diversificazione. La generazione di risorse (cash flow) di questi prodotti supera come appena detto le esigenze di crescita e libera quindi disponibilità per il management.

Un ultimo aspetto da chiarire riguarda la **rappresentazione** delle SBU all'interno della matrice. Le divisioni aziendali, quando inserite nella matrice BCG, sono rappresentate tramite cerchi. Le dimensioni del cerchio solitamente riflettono l'importanza di ciascuna unità per l'organizzazione in termini di cassa prodotta. Come alternativa, tutti i cerchi possono avere dimensioni uniformi, ma segmentati in spicchi colorati per indicare il rapporto tra il flusso di cassa generato dalla specifica divisione e l'entità complessiva dell'azienda.

---

<sup>17</sup> *Economia e Gestione delle imprese*. McGraw Hill Education, pag.234 e ss.

### 1.3.2 La diversificazione fallimentare Daimler - Chrysler

Il gruppo Mercedes – Benz è stato leader indiscusso nel segmento delle vetture di lusso negli anni '60 e '70. A partire dalla metà degli anni 80 fu varato un grande **piano di diversificazione** mediante l'acquisizione di imprese in svariati settori (con l'obiettivo di estendere la propria posizione dominante): dall'aeronautica (Dornier e Fokker) alle apparecchiature elettriche (AEG), ai servizi finanziari (Capgemini), ai computer.

I risultati di queste acquisizioni si rilevarono fallimentari: il gruppo, infatti, non solo non riuscì ad estendere il proprio primato nei settori appena elencati ma anche la leadership nel segmento delle autovetture di lusso risultava insidiato dal rafforzamento delle case automobilistiche BMW e Toyota facendo scendere le quotazioni azionarie dei titoli della società fino a livelli mai registrati.

La ovvia conseguenza fu, oltre che la sostituzione del management responsabile dell'insuccesso, l'abbandono della strategia di diversificazione a favore di una strategia tesa al rilancio delle attività tradizionali del gruppo. La nuova strategia fu attuata innanzitutto con la smobilitazione delle precedenti acquisizioni e, in una seconda fase, mediante l'acquisizione della Chrysler Corp. (la Chrysler era stata l'impresa automobilistica con i migliori risultati verso la metà degli anni 90) con l'obiettivo di entrare nel mercato più grande del mondo, ovvero quello nordamericano.

Anche in questo caso si potrebbe parlare di diversificazione, visto il diverso segmento di mercato occupato dai veicoli Chrysler rispetto a quelli Daimler – Benz: veicoli di gamma bassa a prezzi accessibili nel primo caso veicoli di lusso e dalla fascia di prezzo più alta nel secondo.

Anche il risultato di questa operazione non fu quello sperato. Dopo un'iniziale impennata delle quotazioni dei titoli azionari di Daimler Benz, il mercato ridimensionò le quotazioni di circa un terzo viste le difficoltà di integrazione dei due colossi per storia immagine e nazionalità.

Oltre all'acquisizione della Chrysler Corp. la nuova strategia comprendeva anche un investimento di 2,1 miliardi verso il mercato asiatico di euro nel capitale della Mitsubishi Motors (una partecipazione del 34%) e invece sul mercato europeo il lancio di modelli di fascia bassa (Smart).

Questi tentativi si rilevarono entrambi fallimentari. Attualmente la Daimler – Chrysler ha abbandonato la partecipazione in Mitsubishi, e posto in vendita la linea di produzione della Smart viste le costanti perdite. I marchi americani (Dodge, Chrysler, Jeep) mantengono una buona competitività mentre i veicoli prodotti con il marchio Mercedes Hanno perso la propria posizione dominante in favore di BMW e sono pressati dall' Ascesa di Audi e Volkswagen.

Il primato del marchio Mercedes è stato quindi progressivamente eroso da vecchi e nuovi concorrenti. La vicenda è una chiara dimostrazione della regola secondo cui condizione necessaria dell'implementazione di una strategia di diversificazione è la disponibilità di risorse sufficienti al mantenimento della competitività nel settore di origine<sup>18</sup>.

#### 1.4 Le sinergie

Le sinergie rappresentano una fonte di valore molto importante nelle operazioni di fusioni ed acquisizione. Queste ultime possono essere definite come la differenza tra il valore della **Business Combination** e la somma dei valori delle due aziende separate.

Molte volte è proprio la presenza di benefici sinergici che consente alle imprese di avere un **valore netto d'acquisizione** (NAV) positivo.

Questo concetto può essere tradotto analiticamente attraverso la seguente formula:

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

Dove:

$V_{AB}$  = Valore della Business Combination (combinazione delle due imprese)

$V_A$  = Valore dell'impresa A (impresa incorporante)

$V_B$  = Valore dell'impresa B (impresa incorporata)

---

<sup>18</sup> Per maggiori approfondimenti sulla diversificazione fallimentare Daimler – Chrysler si veda il libro *Economia Industriale: Economia dei Mercati Imperfetti*, di Pasini, C.S a pag.204 e ss.

$P$  = premium pagato per l'acquisizione di B

$E$  = spese del processo di acquisizione

Per evidenziare l'**effetto sinergico**, è possibile riscrivere l'equazione nel seguente modo:

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

L'espressione tra le parentesi quadre è chiaramente l'effetto sinergico, ed è necessario che quest'ultimo sia maggiore del termine (P+E) per giustificare l'operazione di M&A. Se il termine tra parentesi è minore della somma tra le spese del processo di acquisizione e il premium pagato per l'acquisizione di B (società incorporata) significa che la società incorporante ha pagato eccessivamente la società target<sup>19</sup>.

In generale è possibile distinguere due diverse tipologie di sinergie:

- **Sinergie operative:** che permettono alle aziende di incrementare il proprio reddito operativo, possono quindi portare all'aumento dei ricavi oppure alla riduzione dei costi, le principali determinanti di sinergie operative, ovvero la realizzazione di economie di scala e di scopo, sono state già ampiamente discusse nel **paragrafo 1.1**.
- **Sinergie finanziarie:** derivano dal miglioramento dell'efficienza delle attività di finanziamento ed è principalmente legato alla riduzione del costo del capitale. Ad esempio, le società più piccole che prendono in prestito denaro per finanziare le loro attività commerciali di solito attraggono un tasso di interesse più elevato per compensare il rischio aggiuntivo per il prestatore. Quando una società di dimensioni minori si unisce a una di dimensioni maggiori, il tasso di interesse dovrebbe diminuire per rappresentare la maggiore solidità del bilancio o del flusso di cassa della società di dimensioni maggiori. Questo processo genera sinergie, poiché la

---

<sup>19</sup> Gaughan, P.A. (2018) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, pag.158.

società risultante dalla fusione può beneficiare di condizioni di rimborso più favorevoli sul prestito.

## 1.5 Classificazione delle operazioni di M&A

Nel vasto mondo delle M&A, le operazioni possono variare notevolmente in termini di struttura e obiettivo. Per avere una visione chiara di questo scenario, è essenziale disporre di una classificazione ben definita.

### 1.5.1 Relazioni e direzioni strategiche

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) possono essere innanzitutto classificate in tre diverse categorie a seconda della **relazione e dell'orientamento strategico** tra le società coinvolte: M&A orizzontali, M&A verticali, M&A conglomerate.

#### *M&A Orizzontali*

Una fusione orizzontale avviene quando due o più aziende che operano nello stesso settore o segmento di mercato e sono generalmente in concorrenza diretta tra loro decidono di unirsi per formare una singola entità. Una fusione orizzontale si verifica dunque tra aziende che operano nello stesso stadio della catena produttiva<sup>20</sup> e che offrono prodotti o servizi simili o sostituibili sul mercato.

Secondo l'autore Richard Rumelt è possibile parlare di fusione o acquisizione correlata se l'operazione di M&A rispetta almeno uno dei quattro criteri seguenti:

- l'acquirente e l'obiettivo **servono lo stesso mercato;**
- l'acquirente e l'obiettivo **utilizzano canali di distribuzione simili;**
- l'acquirente e l'obiettivo **utilizzano tecnologie di produzione simili;**
- l'acquirente e l'obiettivo **svolgono attività di ricerca e sviluppo (R&S) simili.**

---

<sup>20</sup> Insieme sequenziale di attività e processi attraverso cui una materia prima viene trasformata e valorizzata fino al prodotto finale destinato al consumatore.

Questo tipo di operazione trasforma i costi associati alla concorrenza in profitti ottenuti attraverso la collaborazione, questo principalmente tramite lo sfruttamento di sinergie di costo e di ricavo (**paragrafo 1.4**), l'espansione della quota di mercato, il rafforzamento della posizione competitiva e la realizzazione di economie di scala.

La regolamentazione antitrust può, tuttavia, rappresentare una sfida in tali operazioni, in quanto una fusione orizzontale che riduce significativamente la concorrenza può essere oggetto di esame da parte delle autorità regolatorie<sup>21</sup>. Il quadro normativo Europeo verrà trattato in maniera approfondita nel **Capitolo 3**.

### ***M&A Verticali***

Nelle fusioni verticali, la società acquirente incorpora un'entità che è un fornitore o un cliente lungo la catena del valore. Questo tipo di fusione può migliorare l'efficienza operativa, riducendo i costi di transazione e minimizzando i rischi associati all'approvvigionamento o alla distribuzione. Inoltre, consente un maggiore controllo sulla filiera produttiva, facilitando l'integrazione e l'allineamento strategico tra le diverse fasi della produzione regolatorie.

Ne costituisce un esempio Luxottica che si è espansa nel mercato statunitense attraverso l'acquisizione di rivenditori come Lens Crafters e Sunglusses Hut, oltre a marchi importanti come Ray-Ban e Oakley.

### ***Misurazione del grado di integrazione verticale***

Per misurare il **grado di intensità** di tale fenomeno esiste un metodo, che è il più utilizzato, il quale presenta la seguente formulazione:

$$\text{Indice di Adelman } (Cvi) = \frac{\sum VA}{\sum S}$$

Ovvero, il rapporto tra il **valore aggiunto** e il **valore della produzione**, ossia il valore globalmente realizzato dall'impresa nell'esercizio, indipendentemente dalla commercializzazione (fatturato). Se un'impresa mostra una maggiore integrazione, l'indice associato avrà un valore più elevato. Nel caso estremo in cui l'impresa raggiunga una completa integrazione (quando il valore aggiunto e il valore totale

---

<sup>21</sup> Berk, J.B. and DeMarzo, P.M. (2017) *Corporate finance*. Boston: Pearson, pag.1008.



della produzione sono identici), l'indice assumerà un valore di 1. La **tabella 1.2** illustra un caso pratico di calcolo dell'indice di *Adelman*.

Si supponga l'esistenza di tre imprese: A è un produttore di materie prime che vengono vendute a B, il quale fabbrica prodotti che vengono distribuiti da C. Ogni impresa apporta un valore aggiunto che rappresenta un terzo del valore totale dell'intero settore.

	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>C</b>	<b>Totale</b>	<b>A+B</b>	<b>B+C</b>	<b>A+B+C</b>
Valore aggiunto	100	100	100	<b>300</b>	200	200	300
Vendite	100	200	300	<b>600</b>	200	300	300
<i>Cv</i>	<b>1</b>	<b>0,5</b>	<b>0,33</b>	<b>0,5</b>	<b>1</b>	<b>0,67</b>	<b>1</b>

Tabella 1.2 – Valori dell'indice di Adelman per diversi livelli di integrazione

Se B decide di acquisire A (una forma di integrazione a monte), l'indice di concentrazione salta da 0,5 a 1. Al contrario, se B acquisisce C (una forma di integrazione a valle), l'indice si attesta a 0,67. Questo indice presenta valori differenti a seconda dello stadio della catena in cui avviene l'integrazione, facendolo apparire più come un indicatore dello stadio produttivo o distributivo piuttosto che un vero e proprio indicatore del "grado" di integrazione e. Pertanto, non è utile quando si vogliono confrontare livelli di integrazione tra imprese che operano in fasi diverse della catena produttiva<sup>22</sup>.

### ***M&A di conglomerato***

Infine, le fusioni di conglomerato avvengono tra società che operano in settori industriali completamente diversi e spesso non correlati. L'obiettivo principale di tali fusioni può essere la diversificazione del portafoglio aziendale, il miglioramento della stabilità finanziaria attraverso la riduzione dell'esposizione a rischi settoriali specifici, o l'espansione in nuovi mercati geografici o di prodotto.

---

<sup>22</sup>Esempio ripreso dal libro *Economia Industriale: Economia dei Mercati Imperfetti*, di Pasini, C.S a pag.206.

Questo tipo di fusione richiede una gestione e un'integrazione particolarmente attente, data la mancanza di sinergie operative immediate<sup>23</sup>.

Ne rappresenta un esempio **Philip Morris**, un'azienda produttrice di tabacco, che ha acquisito General Foods nel 1985 per 5,6 miliardi di dollari, Kraft nel 1988 per 13,44 miliardi di dollari e Nabisco nel 2000 per 18,9 miliardi di dollari. È interessante notare che Philip Morris, che in seguito ha cambiato nome in Altria, ha utilizzato i flussi di cassa delle sue attività nel settore alimentare e del tabacco per diventare meno un'azienda nazionale di tabacco e più un'azienda alimentare. Le già citate megafusioni Philip Morris/Altria sono state successivamente annullate da una serie di ribassi.

Negli ultimi anni le sembianze dei conglomerati sono cambiate. Oggi abbiamo conglomerati della "**nuova economia**", come Alphabet, la società madre di Google, Amazon e anche Facebook. Queste aziende sono cresciute a partire da una linea di business principale che ha generato flussi di cassa significativi che hanno permesso loro di espandersi in altri settori attraverso le fusioni e acquisizioni. Ad esempio, Alphabet/Google controlla Android, YouTube e Waze. Facebook ha acquisito Instagram, WhatsApp e Oculus. Amazon ha acquisito Zappos.com, Kiva Systems, Twitch e, nel 2017, Whole Foods. Queste aziende sembrano diverse dai conglomerati di un tempo, ma hanno anche molte caratteristiche in comune<sup>24</sup>.

L'analisi dettagliata della tipologia di fusione o acquisizione è essenziale non solo per comprendere la strategia sottostante ma anche per anticipare le potenziali sfide e opportunità che possono emergere nel processo di integrazione. La selezione di una tipologia appropriata deve essere allineata con gli obiettivi strategici dell'impresa, la struttura dell'industria e le dinamiche competitive, oltre che con le considerazioni legali e regolatorie pertinenti.

---

<sup>23</sup>Berk, J.B. and DeMarzo, *Corporate finance*, pag.1008.

<sup>24</sup> Gaughan, P.A. (2018) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, pag.15.

## 1.5.2 Classificazione delle M&A per Modalità d'Intervento

Considerando la **natura dell'operazione**, si può procedere ad una ulteriore classificazione. Nello specifico, il libro Mergers & Acquisitions di M. Dallochio distingue queste principali modalità:

### *Fusioni*

Secondo quanto previsto dall'articolo 2501 del Codice civile, due o più società hanno la possibilità di fondersi, e ciò può manifestarsi in due modi: o attraverso la creazione di una società del tutto nuova o tramite l'assimilazione di una o più società all'interno di una già esistente. In altre parole, la fusione può avvenire in due modi. Nel primo caso si parla di **fusione propria**, in cui due aziende, unendosi danno vita ad una newco, ovvero un nuovo soggetto giuridico che sostituisce i due o più soggetti giuridici esistenti, incorporandoli in una nuova società. Nel secondo caso, la **fusione per incorporazione**, prevede che una o più aziende vengano assorbite da un'altra. In questo caso, l'azienda incorporante mantiene la sua personalità giuridica che, al contrario, è persa dall'incorporante.

### *Acquisizioni*

Le acquisizioni possono essere parziali, relative ad una quota di maggioranza o totali. In questa ultima fattispecie la società acquisita mantiene la sua personalità giuridica ma perde il controllo, che, ovviamente, passa nelle mani della società acquirente.

### *Leveraged Buy-out*

Il **Leveraged Buyout (LBO)** è un'operazione finanziaria che consiste nell'acquisto di una società utilizzando una combinazione di capitale proprio e capitale preso a prestito, solitamente sotto forma di debito. La caratteristica distintiva di un LBO è che una percentuale significativa del prezzo di acquisto è finanziata tramite debito, con l'obiettivo di utilizzare i flussi di cassa generati dall'azienda target per ripagare il debito stesso. La struttura finanziaria dell'operazione è progettata in modo tale che gli asset dell'azienda acquistata siano utilizzati come garanzia per i prestiti. Questo permette all'acquirente di ottenere un controllo significativo della società

con un investimento iniziale relativamente basso. L'operazione di LBO è spesso associata con investimenti da parte di fondi di private equity<sup>25</sup>, che cercano di migliorare l'efficienza operativa dell'azienda target per rivenderla successivamente, realizzando un guadagno sul capitale investito.

### ***Alleanze strategiche e joint venture***

Le **alleanze strategiche** comportano la definizione di accordi di collaborazione di medio e/o lungo periodo tra imprese, con l'obiettivo di raggiungere vantaggi competitivi attraverso la collaborazione.

Con la **joint-venture** le entità coinvolte creano una nuova società congiunta condividendo investimenti, risorse e profitti. In questo caso quindi oltre al conferimento di asset, devono trovare un accordo su come reinvestire gli utili e devono pianificare i propri obiettivi nel breve e medio periodo.

### ***Spin off o conferimento***

Lo **spin-off** è una operazione di conferimento attraverso la quale l'impresa che lo attua detta conferente, apporta parte del proprio complesso aziendale ad una altra società, detta conferitaria, a titolo di capitale. La società di nuova costituzione non riceve in contropartita denaro ma azioni della società conferitaria, ottenendo quindi una partecipazione in quest'ultima.

### ***Split off o scissione***

Secondo l'articolo 2506 del Codice civile:” *Con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci... La società scissa può, con la scissione, attuare il proprio scioglimento senza liquidazione, ovvero continuare la propria attività.*

---

<sup>25</sup> Si tratta di fondi d'investimento che raccolgono capitali da investitori istituzionali o individui di alto valore netto per investire in società non quotate in borsa. L'obiettivo primario di questi fondi è quello di acquisire una partecipazione significativa in società con potenziale di crescita, per poi implementare strategie di miglioramento operativo o espansione, e infine rivendere la partecipazione a un prezzo superiore, solitamente entro un periodo di 4-7 anni.

La differenza principale con lo Spin-off consiste nel fatto che la mutazione qualitativa del patrimonio avviene in capo agli azionisti/soci e non in capo alla società madre.

### ***Turnaround e ristrutturazioni***

Qui siamo in una fase diversa perché c'è un problema di **crisi aziendale**. Con turnaround si intende il piano di ristrutturazione per riportare imprese in perdita, o comunque in grave difficoltà, alla redditività. Ovviamente l'apporto sarà tanto in termini di capitale quanto in termini di competenza professionale, al fine di riportare l'impresa su adeguati livelli di reddito.

## **1.6 La struttura del processo acquisitivo**

L'acquisizione aziendale rappresenta un processo strutturato e multidimensionale. Nei prossimi paragrafi si analizzeranno le fasi chiave e le dinamiche intrinseche a tale procedura, delineando un quadro essenziale per la sua comprensione.

In particolare, il processo di acquisizione verrà esaminato nella **prospettiva della società target**. Questo approccio consente di focalizzarsi sulle dinamiche, sfide e opportunità che l'entità oggetto dell'acquisizione potrebbe affrontare, arricchendo così l'analisi complessiva.

Innanzitutto, Sono vari i motivi che potrebbero spingere l'azienda target a mettersi sul mercato: quest'ultima potrebbe decidere di mettersi in vendita per motivi finanziari, perché pensa di aver raggiunto il suo massimo valore o perché uno o più azionisti hanno bisogno o vogliono liquidità.

Prima che la società oggetto di acquisizione venga messa in vendita, è probabile che alcuni aspetti legali e societari debbano essere ripuliti. A volte vengono commessi degli errori costosi ed irrimediabili, e il prezzo di vendita li rifletterà, ma anche se non sono stati commessi degli errori significativi, si dovrà sempre procedere con una pulizia aziendale. Inoltre, è possibile che non esistano registri azionari validi che indichino chi è il proprietario dell'azienda o altri documenti

aziendali. Tutto ciò a conferma del fatto che l'elenco di potenziali problemi è ampio ed è molto meglio risolverli all'inizio.

Se la società target decide di mettersi sul mercato, il processo di vendita dovrà essere gestito da qualcuno. È molto frequente, che l'impresa si avvalga di una **banca di investimento** a supporto dell'operazione di M&A. Anche se le commissioni richieste dalle banche di investimento sono elevate, l'intervento di queste ultime permette l'aggiunta di un valore significativo alla transazione. I banchieri di investimento esperti sanno commercializzare un'azienda ed hanno contatti importanti con numerosi potenziali acquirenti.

### **1.6.1 Le Banche di Investimento: Definizione e ruolo**

Le banche di investimento, malgrado il loro nome non sono delle banche nel senso stretto del termine, non sono quindi degli intermediari che raccolgono denaro dalle unità in surplus e lo prestano alle unità in deficit. La separazione tra banche commerciali e banche di investimento si verifica a partire dal 1929, con il crollo del mercato statunitense, crisi che portò al fallimento di migliaia di banche, cosicché i legislatori statunitensi esclusero le banche commerciali dall'*underwriting* e dalla negoziazione di azioni (mediante la normativa ***Glass-Steagall Act***<sup>26</sup>), poiché queste attività implicavano un rischio elevato. Tuttavia, a partire dal 1999 con l'abolizione del *Glass-Steagall Act* alcune banche commerciali statunitensi hanno cominciato ad acquisire le banche di investimento pressate dalla concorrenza proveniente dalle banche europee. Ad esempio, la banca commerciale Chase si è aggregata a J.P Morgan o ancora Citi group che ha acquistato la banca di investimenti Salomon Brothers<sup>27</sup>.

Per quanto riguarda le attività caratteristiche delle banche di investimento, oltre a consistere nella sottoscrizione iniziale di azioni e obbligazioni (*underwriting*), le banche di investimento svolgono un ruolo essenziale come **promotori di transazioni nel settore delle fusioni ed acquisizioni**, come intermediari

---

<sup>26</sup> Il Glass-Steagall Act, adottato nel 1933 negli Stati Uniti, rappresenta una risposta legislativa alla Grande Depressione, separando le attività delle banche commerciali da quelle d'investimento per limitare i rischi speculativi e cercare di prevenire future crisi bancarie

<sup>27</sup> Cfr. *Financial Markets and Institutions* (2023), di Mishkin, F.S. e Eakins, pag.247 e ss.

nell'acquisto e nella vendita di società e come private banker. Fra le più conosciute banche di investimento citiamo Morgan Stanley, Bank of America Merrill Lynch, Credit Suisse e Goldman Sachs.

Nel nostro ordinamento non esiste una **relazione univoca** tra attività di *investment banking* ed una specifica figura istituzionale di intermediario. Nel quadro normativo italiano, le banche sono autorizzate a intraprendere attività di intermediazione mobiliare, che riguardano sia il mercato primario (come il collocamento per conto di emittenti) sia il mercato secondario (ad esempio, la negoziazione e la gestione delle attività). Oltre a queste, le banche possono operare in merchant banking, specialmente nell'acquisizione di quote azionarie, e offrire una vasta serie di servizi non creditizi alle imprese. Le **società di intermediazione mobiliare** (SIM), introdotte con la legge del 1991, sono altresì capaci di svolgere queste funzioni in maniera simile alle banche. Inoltre, altri intermediari, come previsto dall'art. 106 del Decreto legislativo 385/1993, sono competenti in servizi quali l'acquisizione di quote azionarie, la gestione della liquidità e l'intermediazione valutaria.

Nel nostro sistema giuridico l'attività delle banche di investimento è quindi svolta da diverse figure istituzionali (banche, società di intermediazione mobiliare e altri intermediari di cui all'art 106) e non è dunque possibile individuare un'istituzione corrispondente alla banca di investimento. Tuttavia, sono principalmente le banche a svolgere un ruolo dominante nelle attività di investment banking, in special modo quando ci si riferisce al settore delle imprese<sup>28</sup>.

### **1.6.2 Lettera di incarico alla banca di investimento**

La scelta del banchiere di investimenti è sempre la prima considerazione da fare, sebbene le grandi banche d'investimento svolgano un lavoro altamente professionale nelle grandi operazioni di fusione e acquisizione, l'attenzione che

---

<sup>28</sup> Cfr. *Financial Markets and Institutions* (2023), di Mishkin, F.S. e Eakins, pag.247 e ss.

dedicano ad incarichi minori può variare. Se l'operazione è significativa per dimensioni o importanza il servizio è eccellente. Nel caso opposto, la gestione dell'operazione può essere delegata a colleghi più giovani e inesperti.

La prima cosa da negoziare quando si ingaggia una banca di investimento è la **commissione**. La società oggetto di acquisizione dovrebbe chiedere al banchiere un elenco delle commissioni applicate in transazioni recenti comparabili; questa richiesta viene normalmente accolta in una transazione pubblica ma non in una transazione privata.

Per la determinazione del compenso ottimale, esiste una serie di formule ampiamente conosciute. Un esempio è la cosiddetta **Formula Lehman**, che prevede il 5% del primo milione di dollari di corrispettivo dell'affare, il 4% del milione successivo e così via, fino a scendere all'1%. Questa formula è comunemente citata ma non è più frequentemente utilizzata. Un'altra variante è la **Formula Lehman modificata**, ovvero il 2%, più o meno, dei primi 10 milioni di dollari e una percentuale minore del resto<sup>29</sup>.

Le lettere d'ingaggio stabiliscono in molti casi l'**esclusività** dell'incarico, ovvero è vietato per la società target discutere della transazione con potenziali acquirenti senza l'intermediazione dei banchieri di investimento, ma questo ultimo aspetto è negoziabile. L'esclusività potrebbe essere neutralizzata da una clausola che stabilisce che l'accordo può essere risolto dalla società in acquisizione in qualsiasi momento e senza alcun corrispettivo. Ovviamente in questa circostanza, la banca di investimento sosterrà che è ingiusto non ricevere alcun compenso per un'operazione a cui ha lavorato duramente e che si chiude dopo la sua risoluzione.

---

<sup>29</sup> Miller, E.L. and Segall, L.N. (2017a) *Mergers and acquisitions: A step-by-step legal and practical guide*, pag.30 – 35.



Il compromesso in questa situazione è la cosiddetta **clausola di coda**, quest'ultima stabilisce che se l'operazione di fusione o acquisizione viene conclusa dal cliente entro un determinato periodo di tempo (ad esempio sei mesi o un anno) il banker ha comunque diritto all'intero onorario. Solitamente questa clausola viene ulteriormente modificata prevedendo che il banker abbia diritto all'onorario completo solo se l'azienda destinataria viene acquisita nelle due seguenti circostanze:

- L'acquirente è stato identificato dalla banca di investimento
- Il banker ha condotto discussioni e trattative sostanziali prima della risoluzione.

La **prima fase**, dunque, del processo di acquisizione è l'ingaggio dei banchieri di investimento, conclusa questa prima fase si procede con la **ricerca del potenziale** acquirente e la **valutazione del business**.

### 1.6.3 La ricerca del potenziale acquirente

Una volta che i banchieri sono stati ingaggiati la società target e la banca di investimento devono decidere quale **approccio** adottare con i potenziali acquirenti: Possono rivolgersi a una o poche società che sono gli acquirenti più probabili, oppure a un numero maggiore ma ancora limitato di acquirenti che rappresentano delle possibilità, o ancora possono gettare una rete più ampia e sperare che emerga un pesce grosso a sorpresa. Di solito si utilizza l'approccio intermedio, questo perché da un lato rivolgersi solo ad uno o comunque pochi potenziali acquirenti potrebbe non creare il giusto effetto leva, dall'altro un'asta ad ampio raggio è difficile da gestire e potrebbe portare alla diffusione di materiale riservato della società cedente.

Per ridurre al minimo la quantità di **informazioni riservate** diffuse la prima ondata di materiale sarà di natura piuttosto sommaria, mentre le informazioni finanziarie e commerciali dettagliate saranno rese disponibili solo ai potenziali acquirenti qualificati che esprimono un serio interesse, un gruppo ancora più ristretto di finalisti potrà poi condurre un'indagine di due diligence, che prevede una

presentazione di persona da parte del management e l'opportunità di approfondire l'attività, i bilanci e le proiezioni. Sarà comunque richiesto ai destinatari di sottoscrivere accordi di riservatezza all'inizio del processo (Memorandum confidenziale che sarà approfondito nel **paragrafo 1.6.5**). Questi accordi stabiliscono, in sostanza, che il destinatario delle informazioni sull'obiettivo non le utilizzerà per scopi diversi dalla valutazione dell'obiettivo come possibile acquisizione e manterrà le informazioni strettamente riservate.

Delle volte, invece di un processo di vendita originato ed avviato dall'impresa cedente e condotto dalle banche di investimento, sono i potenziali acquirenti che esprimono una **manifestazione di interesse** verso la società target. In questo caso, il processo risulta in qualche modo semplificato. I banchieri d'investimento possono essere incaricati di valutare e negoziare l'operazione anche se il potenziale acquirente è già stato identificato con un compenso solitamente inferiore.

Per la società target, il processo di vendita non è esente da costi e **rischi** fin dall'inizio. Come detto precedentemente le fughe di notizie sono possibili e se si venisse a saper che l'impresa è in vendita le conseguenze potrebbero essere gravi. Possono verificarsi gravi problemi di morale e di fidelizzazione dei dipendenti del target, notevoli preoccupazioni tra i clienti e i fornitori in merito ai loro futuri rapporti commerciali con il potenziale nuovo proprietario del target e pratiche commerciali spietate da parte dei concorrenti del target che cercano di creare o sfruttare queste preoccupazioni per il loro vantaggio competitivo. Un'altra minaccia è rappresentata da potenziali acquirenti la cui vera intenzione è in realtà solamente quella di saperne di più sui clienti e caratteristiche dell'impresa cedente. Problema particolarmente pericoloso se la parte che manifesta interesse è un concorrente, un fornitore o un cliente.

#### **1.6.4 La Valutazione del business**

Non è una buona idea per nessuno dei partecipanti iniziare il percorso di vendita se le aspettative della parte che vende non hanno alcun rapporto con la realtà.

Le principali metodologie di valutazione utilizzate dai banchieri sono:

- **Valutazione relativa:** L'attività viene valutata in base al valore di mercato osservabile di proprietà comparabili, ossia di dimensioni simili, con prodotti simili e un profilo di rischio simile. Le misure finanziarie derivano dalle proprietà comparabili, quindi il valore relativo esamina indici come il rapporto prezzo/utile o il rapporto prezzo/ricavi di aziende comparabili e applica tali parametri all'attività dell'obiettivo<sup>30</sup>.
- **Discounted Cash flow evaluation:** Un metodo di valutazione che stima il valore di un investimento sulla base dei flussi di cassa attesi<sup>31</sup>.

### 1.6.5 Il memorandum confidenziale

Il memorandum confidenziale rappresenta il documento iniziale che solitamente viene sottoscritto durante una transazione di acquisizione. Esso fornisce ai potenziali acquirenti i dati finanziari dettagliati di cui hanno bisogno per avanzare la loro proposta. Coloro che accedono a queste informazioni sono tenuti a firmare un patto di riservatezza, assicurando così di non utilizzare tali dettagli per fini competitivi o di divulgarli a soggetti esterni. Il problema della riservatezza è estremamente delicato nella maggior parte delle operazioni di M&A specialmente per le imprese ad alto contenuto tecnologico. Per questo motivo, la gestione del flusso di informazioni riservate dalla società target al potenziale acquirente è cruciale. Il problema che si viene a creare è che l'acquirente non sarà in grado di stabilire un prezzo per l'azienda e nemmeno di decidere di acquistarla finché non avrà compreso meglio i segreti commerciali dell'impresa ed il suo valore. Al contrario come già accennato all'inizio del paragrafo 1.6.3 la società target non vorrà rilevare queste informazioni riservate.

#### *Come si gestiscono questi interessi contrastanti*

In primo luogo, se possibile, l'obiettivo deve fare una valutazione realistica di quali siano le informazioni veramente **sensibili** e quali no. Nelle prime fasi di negoziazione, quindi appena dopo la firma dell'accordo di riservatezza la società da acquisire dovrebbe iniziare con la divulgazione del materiale meno sensibile.

---

<sup>30</sup> il metodo dei multipli sarà affrontato in maniera più approfondita nel paragrafo 2.1

<sup>31</sup> Il DCF verrà ripreso nel paragrafo 2.2

Qualora ci fossero dei segreti veramente profondi, non dovrebbero essere divulgati fino all'ultimo momento possibile in alcuni casi addirittura dopo la chiusura. Il modus operandi dovrebbe essere quello per cui man mano che la transazione procede, dovrebbe essere reso noto un livello di divulgazione adeguato alla fase della transazione. Ad esempio, l'obiettivo può essere in grado di rivelare informazioni riservate sufficienti all'acquirente per fare un'offerta, ma i segreti più profondi possono essere rivelati solo dopo che il contratto di acquisizione definitivo e vincolante è pronto per la firma (o anche subito dopo). Se il potenziale acquirente è un concorrente dell'obiettivo, è essenziale imporre limitazioni molto severe al processo di divulgazione.

Un elemento spesso sottovalutato negli accordi è la loro **validità temporale**. Molti patti di riservatezza prevedono, infatti, che gli obblighi di confidenzialità decadano dopo un certo lasso di tempo, solitamente compreso tra due e cinque anni. Nonostante queste disposizioni siano frequenti e intrinsecamente ragionevoli, non dovrebbero essere automaticamente approvate nel caso in cui la necessità di proteggere le informazioni possa protrarsi oltre il termine stabilito nell'accordo<sup>32</sup>.

### **1.6.6 Lettera di intenti**

La lettera di intenti è un documento che definisce le rispettive **intese preliminari** delle parti che si accingono a intraprendere e concludere una trattativa. Nella maggior parte dei casi, tale lettera non è destinata ad essere vincolante se non per quanto riguarda alcune disposizioni limitate. In particolare, la lettera di intenti memorizza per iscritto i termini fondamentali della transazione (ad es. prezzo e modalità di pagamento), che fino a quel momento erano stati oggetto di trattative orali tra le parti. La lettera di intenti stabilisce anche le condizioni per la conclusione della transazione tra cui: la necessità di approvazioni normative, accordi collaterali, pareri legali e l'ottenimento di un finanziamento. In poche parole, dunque, questo

---

<sup>32</sup>Miller, E.L. and Segall, L.N. (2017a) *Mergers and acquisitions: A step-by-step legal and practical guide*, pag. 35– 37.

documento successivo al memorandum confidenziale segnala la volontà di proseguire con l'acquisto e ne evidenzia i termini preliminari<sup>33</sup>.

Ci si potrebbe chiedere se la lettera di intenti sia realmente necessaria dato il suo carattere non vincolante. La lettera di intenti è utile per entrambe le parti nelle transazioni. Questo soprattutto perché prima che le parti spendano tempo e denaro e prima che l'azienda in vendita faccia conoscere all'acquirente i suoi segreti aziendali, le parti vogliono essere sicure che ci sia almeno un **incontro di vedute** sui punti principali dell'accordo.

Delle volte sono le società Target ad opporsi alla firma della lettera di intenti per una ragione importante: la sottoscrizione della lettera d'intesa potrebbe far aumentare la possibilità che l'esistenza della transazione trapeli. La divulgazione dell'accordo prima che le parti siano pronte è spesso disastrosa per le società target poiché complica notevolmente la loro vita nei rapporti con clienti dipendenti e fornitori. Inoltre, i concorrenti possono sfruttare questa situazione di instabilità per aumentare il loro vantaggio competitivo<sup>34</sup>.

### 1.6.7 Closing

Conclusa la fase di due diligence inizia la fase di chiusura. La chiusura è il momento nel quale le parti di una transazione finalizzano detta transazione attraverso la firma e consegna di documentazione e, se applicabile, il trasferimento di fondi.

La fase di chiusura è tipicamente preceduta da una fase di **pre-closing**. Durante il processo di pre-chiusura: le parti e i loro legali distribuiscono i documenti di chiusura, comprese le bozze dei documenti di esecuzione, per una revisione e

---

<sup>33</sup>*Financial Markets and Institutions* (2023), di Mishkin, F.S. e Eakins, pag.255

<sup>34</sup> Reed, S.F., Lajoux, A.R. and Nesvold, H.P. (2007) *The art of M&A: A merger/acquisition/Buyot Guide*, pag.459 e ss.

approvazione finale prima della data prevista per l'esecuzione e il finanziamento; ogni parte si assicura che tutte le condizioni per la chiusura siano state soddisfatte o rinunciate; le parti negoziano e risolvono qualsiasi punto dell'accordo ancora aperto.

La dimensione e la complessità della transazione e il numero di punti aperti, comprese le nuove questioni che possono sorgere durante questa fase finale, determineranno la durata della fase di pre-chiusura. Una tipica transazione complessa, cioè una con vari livelli di finanziamento, garanzie in più stati e diversi consensi di terze parti o governativi, può facilmente richiedere una o due settimane di attività<sup>35</sup>.

## **CAPITOLO 2 – Il Discounted Cash Flow e il Metodo dei Multipli: Analisi dei Principali Strumenti di Valutazione**

La valutazione aziendale è un processo cruciale nel mondo degli affari, essenziale per decisioni che vanno dalle fusioni e acquisizioni alla pianificazione strategica. Al centro di questo processo ci sono metodi e tecniche che permettono di assegnare un valore all'azienda. In questo capitolo, l'attenzione si concentrerà inizialmente sul metodo del **Discounted Cash Flow** (DCF), una delle tecniche più rinomate e utilizzate per determinare il valore attuale dei futuri flussi di cassa di un'impresa. Successivamente, verrà esplorato il **metodo dei multipli**, che permette una valutazione basata su comparazioni con altre aziende simili nel mercato. Entrambi

---

<sup>35</sup> Reed, S.F., Lajoux, A.R. and Nesvold, H.P. (2007) *The art of M&A: A merger/acquisition/Buyout Guide*. New York: McGraw-Hill. Pag.613 e ss.

i metodi, pur essendo diversi nel loro approccio, sono fondamentali per comprendere a pieno il valore intrinseco di un'entità aziendale.

## 2.1 Metodi per la valutazione aziendale: Il metodo del Discounted cash flow

Il metodo DCF (Discounted Cash Flow) è una tecnica utilizzata nella valutazione d'azienda che appartiene alla famiglia dei **metodi finanziari**.

Secondo la definizione di [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) “*Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Dcf) è basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività. Il flusso può essere rappresentato non solo dal cash flow ma anche dai dividendi (Ddm).*”

Il concetto può essere espresso algebricamente attraverso la seguente formula:

$$W = \frac{CF1}{(1 + K)} + \frac{CF2}{(1 + k)^2} + \frac{CF3}{(1 + k)^3} + \dots + \frac{CFn}{(1 + k)^n}$$

Dove:

$W$  = Valore dell'impresa.

$CF_{1..n}$  = sono i flussi di cassa attesi nei periodi 1, 2, ..., n.

$K$  = tasso di attualizzazione dei cash flow.

Secondo l'approccio del DCF, il valore di qualsiasi attività è pari alla somma dei **flussi finanziari attesi** dal suo possesso. Per tenere poi conto del valore finanziario del tempo, questi flussi devono essere attualizzati ad un **tasso di attualizzazione (K)** opportuno che deve tenero conto della rischiosità dei cash flow attesi dall'investimento.

Presupposto fondamentale per l'applicazione del metodo finanziario è supporre che l'impresa abbia durata infinita (*ongoing concern*). Per ovviare alla impossibilità di stimare i flussi finanziari futuri, si utilizza la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{TV}{(1+k)^n}$$

Dove TV sta per **Terminal Value**.

### 2.1.1 Il terminal Value

Il Terminal Value, noto anche come Valore Terminale o Valore di Continuità, è una componente chiave nell'analisi Discounted Cash Flow (DCF). Rappresenta il valore attuale di tutti i futuri flussi di cassa che un'azienda è prevista generare oltre un determinato periodo di previsione.

Quando si valuta un'azienda utilizzando il metodo DCF, si stima generalmente il valore dei flussi di cassa per un **periodo di previsione** finito, ad esempio cinque o dieci anni. Tuttavia, le aziende generano flussi di cassa oltre questo periodo di previsione, e il Terminal Value serve a catturare il valore di questi flussi di cassa futuri.

Il metodo principale per calcolare il "terminal value" è il **Metodo del Tasso di Crescita Perpetuo**. Questo approccio assume che, al termine del periodo di previsione esplicita, l'azienda continuerà a generare flussi di cassa che cresceranno a un tasso costante e perpetuo. Per calcolare il valore terminale, si prende il flusso di cassa dell'ultimo anno previsto, si moltiplica per  $(1 + \text{tasso di crescita perpetuo})$ , e successivamente si divide il risultato per la differenza tra il tasso di sconto e il tasso di crescita perpetuo. La formula è:

$$TV = \frac{CF_n * (1 + g)}{r - g}$$

Dove:

$TV$  = Terminal Value

$CF_n$  = Flusso di cassa dell'ultimo anno previsto

$r$  = Tasso di sconto



$g$  = Tasso di crescita perpetuo

Questo metodo è particolarmente indicato per le aziende con flussi di cassa stabili e prevedibili. È essenziale, tuttavia, scegliere un tasso di crescita perpetuo realistico e sostenibile, poiché piccole variazioni in tale tasso possono influenzare significativamente il valore terminale e, quindi, la valutazione complessiva dell'azienda

### 2.1.2 La determinazione dei flussi di cassa

Definite le formule generali, si introducono i due diversi approcci del metodo finanziario utilizzati per la valutazione d'aziende: l'approccio *equity side* e l'approccio *asset side*. Questi ultimi si differenziano per la diversa accezione di flusso di cassa.

La prima accezione prende in considerazione esclusivamente il flusso di cassa disponibile per la remunerazione degli azionisti, noto come flussi di cassa netti o **Levered**, sinteticamente indicati come **FCFE (Free Cash Flow to Equity)**. In questo caso, l'attualizzazione viene effettuata applicando un tasso pari al costo dei mezzi propri, frequentemente definito "**cost of equity**" o, in forma abbreviata, **Ke**. La seconda accezione, invece, è quella più comunemente impiegata nell'analisi dei cash flows e include sia i flussi destinati alla remunerazione degli azionisti che quelli da destinare ai finanziatori a titolo di credito. Questi flussi di cassa vengono frequentemente chiamati flussi di cassa operativi o **Unlevered**, e sono frequentemente abbreviati come **FCFF (Free Cash Flow to the Firm)**. All'interno di questo contesto, l'attualizzazione si effettua utilizzando il costo medio ponderato del capitale, noto come **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**.

Tra i diversi modelli valutativi, quelli che utilizzano i flussi di cassa levered, consentono di identificare direttamente l'equity value dell'azienda, la cui formula generale è:

$$Equity\ value = \sum FCFE + Surplus\ Assets$$

Se invece viene utilizzata la seconda tipologia di flussi di cassa, la formula diventa la seguente:

$$Equity\ value = \sum FCFE - PFN + Surplus\ Assets$$

Questa seconda metodologia, maggiormente utilizzata per aziende industriali e di servizi non finanziari, ricava il valore dell'equity in via indiretta: sottraendo all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta e sommando eventuali *Surplus assets* (componenti dell'attivo non riconducibili all'attività caratteristica)<sup>36</sup>.

### **Flussi Levered**

Il flusso di cassa netto o levered (FCFE) viene definito nel libro *Investment Valuation* di Aswath Damodaran come la quantità di flusso di cassa disponibile agli azionisti di un'impresa dopo aver preso in considerazione i costi operativi, le spese di capitale e il servizio del debito. In altre parole, è il flusso di cassa che l'impresa può utilizzare per remunerare gli azionisti attraverso dividendi o riacquisti di azioni, senza alterare la struttura di capitale dell'impresa.

Il calcolo del FCFE è riassunto nella **tabella 2.1**

	<b>NOPAT</b>
+	Ammortamenti
(+/-)	Variazione fondi
(+/-)	Variazioni Capitale Circolante Netto Operativo

---

<sup>36</sup> Franceschi, L.F. and Comi, L. (2015) *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda: La stima del valore del capitale delle Imprese Industriali, delle utilities, delle Aziende Bancarie E Assicurative*, pag. 73-75

(+/-)	Variazione di eventuali altre voci non monetarie
=	<b>Cash Flow from Operations</b>
(+/-)	Investimenti netti in attività immobilizzate (CAPEX)
=	<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>
(+/-)	Flussi relative alla gestione finanziaria
=	<b>Free Cash Flow to Equity (FCFE)</b>

Tabella 2.1 – processo di determinazione del Free cash Flow to Equity

### ***Procedura per la Determinazione del NOPAT***

Allo scopo di determinare il flusso di cassa disponibile la prima grandezza da calcolare è il NOPAT, ottenuto dalla differenza tra EBIT (Earnings Before Interests and Taxes) e le imposte figurative. Queste ultime sono calcolate rettificando le imposte sul risultato di esercizio, così come riportate in bilancio, per i componenti finanziari e straordinari che non vengono considerati a questo fine.

Le imposte "figurative" sono quelle imputabili al solo risultato operativo netto, che la società dovrebbe pagare in assenza di oneri finanziari e proventi straordinari netti. È quindi necessario rettificare le imposte in bilancio, calcolate sull'utile ante imposte, da quelle relative alla spesa netta per interessi e ai redditi netti non operativi. Al fine di semplificare tale rettifica e in assenza di dettagli sulla situazione fiscale dell'azienda è possibile applicare l'aliquota d'imposta al saldo netto della gestione finanziaria e straordinaria, rettificare le imposte a bilancio di questo ammontare e dedurre le imposte, così rettificate, dall'EBIT, per ottenere il NOPAT. Un metodo ancora più semplice consiste nell'applicare l'aliquota marginale ( $t$ ) direttamente all'EBIT con la formula  $NOPAT = EBIT * (1 - t)$ <sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Pedriali, F. (2006) *Analisi Finanziaria e Valutazione Aziendale: La Logica applicativa con I Nuovi Principi Contabili Internazionali*, pag.19 e ss.

### *Flussi Unlevered*

I flussi di cassa Unlevered sono utilizzati nelle valutazioni in cui si applica il DCF nella sua variante “asset side”. La **tabella 2.2** ne espone il processo di determinazione.

	<b>NOPAT</b>
+	Ammortamenti
(+/-)	Variazione fondi
(+/-)	Variazioni Capitale Circolante Netto Operativo
(+/-)	Variazione di eventuali altre voci non monetarie
=	<b>Cash Flow from Operations</b>
(+/-)	Investimenti netti in attività immobilizzate (CAPEX)
=	<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>

Tabella 2.2 – processo di determinazione del Free cash Flow to Firm

Nel calcolo dei flussi finanziari, indipendentemente dall’approccio adottato nella valutazione, che sia basato sugli attivi (asset side) o sul capitale proprio (equity side), è necessario che i flussi presentino determinate caratteristiche.

Innanzitutto, questi devono derivare da budget o piani industriali aziendali che sono stati **predisposti** e **approvati**, abbracciando un adeguato numero di esercizi futuri, durante i quali il management prevede di attuare le sue strategie.

Inoltre, i flussi finanziari devono essere basati su presupposti **plausibili** e **sostenibili**, in grado di rappresentare la miglior e più affidabile stima possibile al

momento dell'elaborazione degli obiettivi strategici ed economico-finanziari del piano industriale.

Un'altra caratteristica fondamentale dei flussi finanziari è che questi devono essere potenzialmente **distribuibili**, aspetto che assume particolare rilevanza all'interno dei settori regolamentati.

In riferimento alle fasi che vanno oltre il periodo di previsioni esplicite, ovvero quello coperto dal piano industriale aziendale, i flussi finanziari dovrebbero essere il prodotto di estrapolazioni coerenti tra i tassi di crescita e gli investimenti necessari a sostenerli; così come tra la crescita, la redditività futura prevista e il tasso di ritenzione degli utili, ossia la percentuale degli utili che non viene distribuita agli azionisti<sup>38</sup>.

L'importanza di una coerenza logica nella costruzione del modello è particolarmente rilevante nella determinazione del cosiddetto Terminal Value, che spesso ha un impatto significativo sul valore complessivo dell'impresa e deve essere calcolato nel rispetto di condizioni fondamentali, che riguardano l'assunzione di uno stato stazionario implicito nel concetto stesso di valore terminale.

### 2.1.3 La stima del costo del capitale

In relazione alla tipologia di flussi di cassa impiegati si modifica il tasso di attualizzazione da utilizzar per l'applicazione del DCF. Per il principio di coerenza tra flussi e tassi si rileva che:

- I flussi di cassa nominali sono scontati con tassi nominali
- I flussi di cassa reali sono scontati con tassi reali
- I flussi di cassa *levered* sono scontati con il  $K_e$  (il costo del capitale di rischio che sarà approfondito nel prossimo paragrafo)
- I flussi di cassa *unlevered* sono scontati con il WACC (Weighted Average Cost of Capital)

---

<sup>38</sup> Franceschi, e Comi, L. (2015), pag.76 e ss.

### *La determinazione del costo del capitale di rischio*

Il **costo del capitale di rischio**, identificato come **Ke** o costo del capitale proprio, indica il ritorno finanziario che gli azionisti prevedono dal loro investimento in una società. Questo rendimento riflette il premio che gli azionisti richiedono per il rischio associato all'acquisto di azioni della società, in confronto a un investimento privo di rischio come i titoli di stato. Per calcolare il Ke, il **Capital Asset Pricing Model** (CAPM) è frequentemente impiegato. Il CAPM sostiene che gli investitori si aspettano un rendimento proporzionale al rischio relativo dell'investimento rispetto al mercato complessivo.

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

Secondo quanto riportato su [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), con **Rf** ci si riferisce al Risk free Rate, cioè "quel tasso d'interesse correlato a un investimento che non presenta rischi e che ha un rendimento garantito". Un esempio pratico sono i Buoni Ordinari del Tesoro in Italia e i t-bill negli USA. Questa associazione al rischio zero si basa sull'assunto che, dato il potere dei governi di emettere moneta, è altamente inverosimile che essi manchino ai loro impegni finanziari. Di conseguenza, specialmente quando si parla di titoli di Tesoro a breve termine, si ritiene che il rischio di insolvenza sia praticamente nullo.

Inoltre, sempre secondo [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), il **Beta** viene descritto come il "Fattore che indica la misura del rischio intrinseco di un'operazione finanziaria, ovvero il grado con cui il rendimento di un determinato investimento fluttua a causa delle oscillazioni di mercato. Si calcola attraverso il rapporto tra la covarianza del rendimento di un certo investimento rispetto al rendimento del mercato nel suo complesso, e la varianza del rendimento di mercato stesso"

$$\beta_i = \frac{Cov_{i,m}}{Var_m}$$

In generale è possibile che si verifichino tre scenari:

- **Beta** = 1. Il titolo si muove perfettamente in linea con il mercato
- **Beta** > 1. Il titolo è aggressivo e amplifica i movimenti del mercato (tipico di società con politiche imprenditoriali aggressive oppure con elevati livelli di indebitamento)
- **Beta** < 1. Il titolo è più conservativo e compie movimenti meno marcati rispetto a quelli del mercato (associato generalmente ad imprese che operano in settori tradizionali dell'economia).

Infine, il termine all'interno della parentesi (**Rm** – **Rf**) rappresenta il **Market Risk Premium**, esso individua il maggior rendimento che nel lungo termine caratterizza le attività rischiose rispetto a quelle prive di rischio.

### **La determinazione del WACC**

I flussi di cassa *levered* sono scontati con il **Weighted Average Cost of capital**. Il **WACC** rappresenta il costo che un'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi. Si parla dunque, del costo medio del capitale proprio da un lato e del debito dall'altro.

In formula si ha:

$$WACC = Ke * \left( \frac{E}{D + E} \right) + kd * (1 - t) * \left( \frac{D}{D + E} \right)$$

Dove:

- **Ke** è il costo del capitale proprio
- **Kd** è il costo dell'indebitamento
- **E** è il patrimonio netto
- **D** è il debito
- **t** è l'aliquota fiscale

Mentre per l'indebitamento finanziario si ha una misura incontestabile del costo dato dai tassi passivi, non è così immediato il discorso per quanto riguarda il costo del capitale proprio che, come visto nel paragrafo precedente, viene comunemente calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

## 2.2 Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli è una tecnica di valutazione comparativa utilizzata per determinare il valore di un'entità basandosi sulle valutazioni di aziende simili o "**comparabili**". L'azienda verrà valutata moltiplicando un valore di riferimento per un moltiplicatore. Questa tecnica è differente rispetto ai metodi basati semplicemente sui flussi di cassa, come il DCF, dove invece il valore dell'impresa deriva dall'attualizzazione dei flussi di cassa previsti nel futuro. Questa metodologia è un esempio di valutazione aziendale basata sull'approccio di mercato.

### 2.2.1 Il processo di valutazione utilizzando il metodo dei multipli

La prassi solitamente seguita per la valutazione aziendale con il metodo dei multipli, segue il percorso mostrato nella **figura 2.1**.

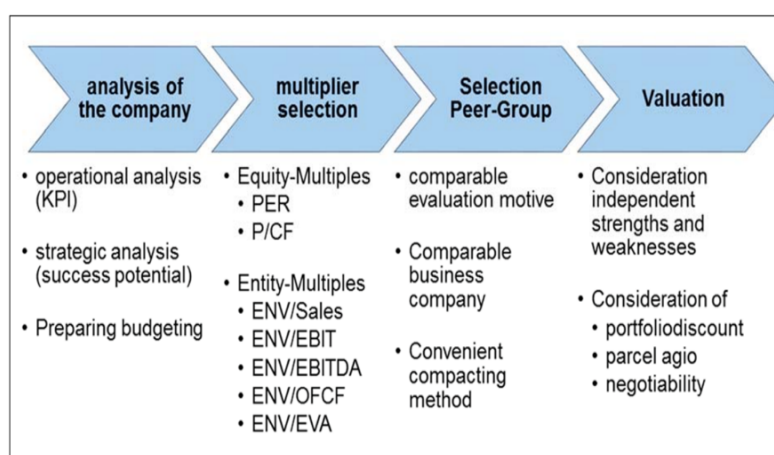


Figura 2.1 – L'Applicazione del Metodo dei Multipli nella Valutazione Aziendale<sup>40</sup>

### *Analisi dell'impresa*

Per condurre una valutazione ben fondata delle aziende simili o “comparabili”, è necessaria una comprensione ben fondata dell'impresa che si vuol valutare. In particolare, è fondamentale comprendere l'azienda in questione in termini di profilo

---

<sup>40</sup> *Company Valuation. The discount cash flow method versus the multiple method*, Gravendieck.J, pag 18.



**aziendale** (attività principali, prodotti e servizi offerti, mercati geografici serviti e posizione nel settore) e **finanziario**.

### *Scelta dei multipli*

Una distinzione fondamentale può essere fatta tra multipli **entity value** ed **equity value**. Il multiplo di valutazione dell'equity più comune è il Price Earnings Ratio (PER), tuttavia, i multipli basati sull'equity non considerano variazioni del costo del capitale proprio dovute a diversi rapporti di indebitamento. Tra i multipli entity value rientrano invece ad esempio EBIT e fatturato. Questa seconda tipologia di multipli è particolarmente pertinente nelle operazioni di M&A, in quanto si acquisisce l'intero capitale ed i debiti dell'azienda.

### *Selezione del Gruppo di Comparazione*

Teoricamente, le aziende comparabili sono quelle che presentano flussi di cassa più simili all'azienda in valutazione. Una società è considerata comparabile se:

- Opera nello stesso settore.
- Agisce in mercati identici o analoghi.
- Possiede una posizione di mercato simile.
- Offre una gamma di prodotti analoga.
- Ha aspettative di crescita simili.
- Ha dimensioni analoghe (vendite, numero di dipendenti).
- Soggetta a requisiti normativi simili.
- Presenta potenziale di sviluppo analogo.
- Detiene rapporti finanziari simili (es. EBIT).

### *Valutazione*

Il valore dell'impresa  $V_{CC}$  è calcolato come il rapporto tra il valore di mercato delle società comparabili (**peer group**)  $V_{PG}$  ed un indicatore chiave adatto di tale gruppo  $X_{PG}$ , questo risultato viene poi moltiplicato per l'indicatore chiave corrispondente all'azienda in esame  $X_{CC}$ .

In formula:

$$V_{CC} = \frac{V_{PG}}{X_{PG}} * X_{CC}^{41}.$$

### ***Multiplo EBIT***

Il rapporto tra il valore dell'azienda e l'EBIT (Entity Value/EBIT) è uno dei metodi di valutazione più comuni, indicato come "Multiplo EBIT". Si basa sul valore d'impresa (ENV) e sull'EBIT dei riferimenti settoriali (PG) secondo la formula:

$$M_{EBIT} = \frac{ENV_{PG}}{EBIT_{PG}}$$

Il valore dell'impresa da valutare risulta:

$$ENV_{EBIT} = EBIT_{CC} * M_{EBIT}$$

I vantaggi del Multiplo EBIT sono che è indipendente dalla politica di ammortamento e fornisce una base solida per prevedere la capacità futura di generare utili. Tuttavia, presenta alcuni svantaggi: non considera le variazioni nelle spese di capitale e negli ammortamenti, non tiene conto delle potenziali strategie di gestione fiscale, e la portata del bilancio può limitare significativamente il suo valore informativo.

### ***Multiplo Sales***

Analogamente, il rapporto tra il valore dell'azienda e le vendite nette (Entity Value/Net Sales) è un altro metodo di valutazione popolare, chiamato "Multiplo Sales".

La formula è:

$$M_{SALES} = \frac{ENV_{PG}}{SALES_{PG}}$$

---

<sup>41</sup> Il quoziente  $\frac{V_{PG}}{X_{PG}}$  può essere espresso come  $M_x$ .

Il valore dell'impresa sottostante risulterà in questo caso:

$$ENV_{SALES} = M_{SALES} * SALES_{CC}$$

I vantaggi del Multiplo Sales sono che rimane applicabile anche quando gli utili sono negativi o altamente ciclici e che è meno influenzato dalle differenze contabili. Tuttavia, gli svantaggi includono il fatto che le vendite forniscono solo un'indicazione approssimativa e non prendono in considerazione le performance operative dell'azienda<sup>42</sup>.

### **CAPITOLO 3 - Dal Contesto Normativo all'Analisi Quantitativa: L'Antitrust Europeo e le Misure Statistiche della Concentrazione.**

Le leggi antitrust dell'Unione Europea rappresentano un elemento chiave nella regolamentazione del mercato, mirando a prevenire pratiche anticoncorrenziali e a mantenere un ambiente competitivo equilibrato. Queste leggi, sebbene fondamentali, necessitano di strumenti analitici per monitorare la loro efficacia e l'ambiente concorrenziale in generale. Una di queste metodologie si avvale delle misure statistiche della concentrazione, che forniscono indicatori quantitativi sulla struttura del mercato. Questo capitolo esplorerà le fondamenta della legislazione antitrust europea, seguito da un'analisi dettagliata delle misure statistiche utilizzate per quantificare la concentrazione di mercato.

---

<sup>42</sup> Per ulteriori approfondimenti sull'utilizzo del metodo dei multipli per la valutazione d'azienda si veda: *Company Valuation. The discount cash flow method versus the multiple method*, Gravendieck.J, pag 18 e ss.

### **3.1 L'intersezione tra M&A e legislazione Antitrust.**

Nel panorama economico globale, le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano eventi chiave che possono trasformare profondamente la struttura e l'equilibrio dei mercati. Proprio in virtù del loro potenziale impatto, tali operazioni sono al centro dell'attenzione delle autorità antitrust, che ne valutano la conformità alle leggi sulla concorrenza.

La relazione tra legislazione antitrust e M&A si fonda sul principio che, mentre le fusioni possono generare efficienze economiche, possono anche ridurre la concorrenza, portando a prezzi più alti, riduzione della qualità o limitazione della scelta per i consumatori. Pertanto, è essenziale che le operazioni di M&A siano sottoposte a un'attenta analisi antitrust. Le autorità competenti esaminano le proposte di fusione o acquisizione per garantire che non creino o rafforzino una posizione dominante<sup>43</sup> che potrebbe risultare in un pregiudizio significativo alla concorrenza nel mercato rilevante. Questa interazione tra antitrust e M&A riflette l'importante equilibrio tra la promozione di una sana concorrenza e l'incoraggiamento delle efficienze economiche.

### **3.2 L'analisi economica del diritto antitrust.**

L'analisi economica del diritto antitrust parte dal presupposto che il prezzo di qualsiasi bene o servizio è determinato dalla relazione tra la sua offerta e la sua domanda. Ponendo  $Q$ , la quantità di un determinato bene o servizio sull'asse delle ascisse e il suo prezzo  $P$  sull'asse delle ordinate, la relazione tra queste due variabili (la domanda  $D$ ) ha un andamento decrescente da sinistra verso destra, come è possibile notare dalla **figura 3.1**.

---

<sup>43</sup> Il concetto di posizione dominante verrà trattato in maniera più approfondita nel paragrafo 3.5 relativo all'articolo 102 del TFUE.

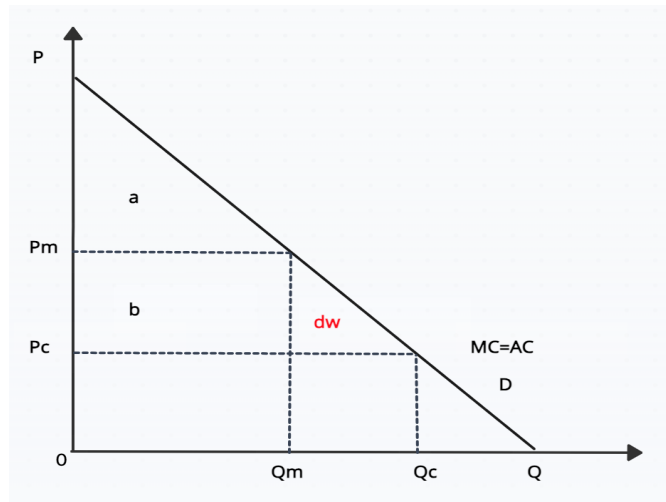


Figura 3.1 – Il costo sociale del monopolio<sup>44</sup>

Se sul mercato prevale la concorrenza tra imprese, il prezzo di vendita del bene o del servizio  $P_c$  tende a decrescere fino al costo medio di produzione  $AC$ , che in queste circostanze è anche uguale al costo marginale.

La ragione per cui  $P_c = AC (= MC^{45})$  è intuitiva: per attirare consumatori le imprese danno vita ad una gara al ribasso del prezzo che si ferma solamente quando quest'ultimo eguaglia il costo di produzione. Non si scende ulteriormente perché se  $P_c < AC$  non avrebbe senso rimanere nel mercato. Al prezzo  $P_c$  la quantità venduta è pari a  $Q_c$ . Nessuna impresa potrebbe chiedere un prezzo superiore a quello di concorrenza perché finirebbe per non vendere nulla (i consumatori si sposterebbero immediatamente verso le imprese concorrenti).

Nella configurazione di mercato di concorrenza perfetta le imprese vengono definite *price taker*, in quanto non hanno alcun potere influenzativo sul prezzo (le imprese sono costrette ad accettarlo come un dato esogeno).

<sup>44</sup> Manzini, P. (2022). *Diritto antitrust dell'Unione europea*, pag.6.

<sup>45</sup> Il costo marginale.

All'opposto, nel caso in cui sul mercato si instauri un regime di monopolio, l'impresa operante (unica) è *price maker*, ossia può alzare il prezzo senza temere che l'incremento di quest'ultimo comporti un azzeramento delle vendite<sup>46</sup>.

Il monopolista, ricercando la massimizzazione del profitto fisserà il prezzo al livello in cui il suo ricavo marginale eguaglia il costo marginale di produzione. Come si può notare dalla figura 3.1, visto che il prezzo del monopolista  $P_m$  è superiore rispetto a quello che prevale in regime di concorrenza perfetta  $P_c$ , la quantità venduta in regime di monopolio è inferiore alla quantità venduta in concorrenza  $Q_m < Q_c$ .

Dalla figura 3.1 è possibile notare le **modifiche di benessere** dei consumatori derivante dal passaggio da un mercato concorrenziale ad uno monopolizzato. Il grafico mostra che in una situazione di concorrenza, quasi tutti gli acquirenti, pagano il bene/servizio ad un prezzo inferiore rispetto a quello che sarebbero disposti a pagare (coloro che si trovano nell'area  $a + b + dw$ ). In questa area si trovano coloro che acquisterebbero il bene a cifre via via sempre più alte. La differenza tra il prezzo che sarebbero disposti a pagare, *reservation price*, e il prezzo che effettivamente pagano rappresenta un surplus di ricchezza (spendibile in altri impieghi). La somma dei surplus individuali di tutti gli acquirenti del bene costituisce il *consumer welfare* o *consumer surplus* graficamente rappresentato dall'area  $a + b + dw$ .

Nel caso in cui sul mercato si instaura un regime di monopolio si verifica un duplice effetto: uno **re-distributivo** delle risorse economiche, l'altro **dis-allocativo** delle stesse. L'effetto re-distributivo (rappresentato dal rettangolo **b**) è la porzione di *welfare* che passa dalle mani degli acquirenti a quella dei venditori. L'effetto disallocativo delle risorse è invece rappresentato dal triangolo  $dw$  (*dead weight loss triangle*) che rappresenta l'area di welfare persa dagli acquirenti e non riguadagnata dai rivenditori. L'area  $dw$  costituisce il **costo sociale** del monopolio.

---

<sup>46</sup> Manzini, P. (2022). *Diritto antitrust dell'Unione europea*, pag.6.

È proprio quest'ultima la ragione economica dietro la regolamentazione antitrust, lo scopo esclusivo del diritto antitrust consiste infatti nella massimizzazione dell'efficienza economica della società (*total welfare*). La ragione principale per cui il diritto antitrust deve opporsi alle pratiche che limitano la concorrenza tra imprese risiede nel fatto che il monopolio produce un costo sociale. Non è invece rilevante la redistribuzione della ricchezza derivante dalla monopolizzazione. Un mero trasferimento del benessere sociale dagli acquirenti ai venditori è infatti neutro ai fini del calcolo del total welfare<sup>47</sup>.

### 3.3 Il diritto antitrust in Europa

Il diritto antitrust può essere definito come quell'insieme di regole atte a impedire comportamenti e strategie degli agenti economici, le imprese, che possano distorcere la libera concorrenza conducendo a una diminuzione del benessere dei consumatori.

Segnatamente, il quadro regolamentare antitrust dell'Unione Europea è strutturato per affrontare e regolamentare tre fattispecie che, se non adeguatamente controllate, potrebbero alterare l'efficace operatività del mercato. Queste dinamiche sono

- delle intese restrittive della concorrenza regolate dall'**articolo 101** del TFUE<sup>48</sup>,
- delle concentrazioni disciplinate dal **Regolamento 139/2004** e, infine,
- dell'abuso di posizione dominante ex **articolo 102** del già richiamato TFUE.

### 3.4 Il divieto di intese anticoncorrenziali: L'articolo 101 del TFUE.

L'**articolo 101** del TFUE dichiara che qualsiasi accordo tra aziende, decisione presa da associazioni di aziende o pratica concordata che potrebbe danneggiare il commercio tra gli Stati membri e che mira a ostacolare, limitare o distorcere la libera concorrenza nel mercato unico è considerato contrario alle norme del mercato

---

<sup>47</sup> Manzini, P. (2022). *Diritto antitrust dell'Unione europea*, pag.6.

<sup>48</sup> TFUE (Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea): Originato dal Trattato di Roma del 1957, stabilisce le regole operative e le competenze delle istituzioni dell'UE in settori chiave come il mercato interno e la politica economica.

interno e quindi proibito. Specificamente, sono considerate in violazione del suddetto articolo le seguenti azioni:

- Stabilire, sia direttamente che indirettamente, i prezzi di acquisto o di vendita o altre condizioni contrattuali;
- Imporre restrizioni o controlli sulla produzione, sui canali di vendita, sul progresso tecnologico o sugli investimenti;
- Dividere o allocare mercati o sorgenti di approvvigionamento;
- Adottare, nei rapporti con altri partner commerciali, condizioni diverse per servizi che sono sostanzialmente identici, causando una posizione competitiva svantaggiata per alcune parti;
- Vincolare la stipulazione di accordi all'accettazione di servizi aggiuntivi da parte dei partner, quando tali servizi non sono direttamente collegati all'accordo principale o non sono consueti nell'ambito commerciale.

Per applicare le norme sulla concorrenza, non è necessario che si manifesti un reale impatto negativo sulla concorrenza; basta la mera **possibilità**. Se le aziende non hanno altre opzioni e agiscono in modo anticoncorrenziale, tale comportamento può essere giustificato. Tuttavia, se le aziende concordano intenzionalmente tali azioni senza che esista un effettivo rischio per il mercato, la disciplina anticoncorrenziale non è pertinente.

La differenza tra **accordi** e **pratiche concordate** si misura sul piano dell'intensità della condotta e della sua modalità di manifestazione. Secondo l'interpretazione giurisprudenziale si ha accordo quando due o più imprese decidono congiuntamente di adottare determinate strategie sul mercato con l'obiettivo specifico di limitare o neutralizzare la concorrenza tra loro. Il loro intento principale è di incrementare i loro prezzi e, di conseguenza, i loro profitti. È essenziale sottolineare che tali accordi non producono benefici tangibili al mercato o ai consumatori. Esempi classici di tali accordi sono quelli dove le imprese stabiliscono un prezzo comune, limitano la quantità di prodotto che viene messa sul mercato, o si accordano su quali clienti o territori servire (o non servire), o addirittura manipolano gare d'appalto.



Ci troviamo davanti, invece, ad una pratica concordata quando le imprese si coordinano tra loro, ma senza giungere a un "accordo" formale come descritto sopra. Anche se non c'è un accordo scritto o esplicito, le azioni coordinate di queste imprese danneggiano la concorrenza proprio come farebbe un accordo formale. In pratica, pur senza un "contratto" o un'intesa chiara, le imprese operano in modo da limitare la concorrenza, e ciò è visto come una collaborazione consapevole tra loro a sfavore della libera competizione sul mercato.

Un'altra distinzione che ha assunto rilievo è quella tra accordi **verticali** ed accordi **orizzontali** (trattati nel **paragrafo 1.5.1**).

Gli accordi orizzontali sono ad esempio quelli che tra due imprese concorrenti ed operanti nello stesso ciclo economico della catena produttiva o distributiva fissano tra loro i prezzi o si spartiscono i mercati.

Diversamente, gli accordi verticali sono accordi tra imprese poste ad un diverso livello del ciclo economico e che non sono direttamente in concorrenza.

La corte di giustizia ha precisato che, in via di principio, gli accordi verticali rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 101 al pari di quelli orizzontali (sentenza *Consten e Grunding*<sup>49</sup>), salvo alcune eccezioni. Rispetto a queste fattispecie la Corte ha ritenuto che gli impatti a favore della concorrenza fossero superiori rispetto a quelli non concorrenziali, con possibilità di migliorare la distribuzione e l'assistenza al consumatore. Tuttavia, la Corte si riserva la possibilità di modificare tale posizione se le condizioni dovessero cambiare.

Il diritto antitrust, in particolare nell'art.101, nel suo secondo paragrafo stabilisce che qualsiasi accordo o intesa proibito dal primo paragrafo è **nullo** dal punto di vista civilistico. Questo significa che tali accordi o decisioni sono automaticamente privi di efficacia, e di conseguenza, non hanno rilevanza giuridica né per le aziende coinvolte né per eventuali terzi.

---

<sup>49</sup> Una sentenza emessa dalla Corte di Giustizia delle Comunità Europee nel 1966, che ha affrontato questioni relative alle restrizioni di concorrenza nell'articolo 101 del TFUE.

Nel terzo paragrafo dell'articolo 101, la normativa offre la possibilità di **escludere** certi accordi dalla proibizione generale, qualora presentino potenziali benefici per la produzione, l'innovazione tecnologica o l'evoluzione economica. Secondo questa disposizione, il divieto del primo paragrafo potrebbe non applicarsi se tali accordi o pratiche contribuiscono positivamente all'economia, garantendo agli utenti una parte equa dei vantaggi derivanti e evitando di:

- a) imporre alle imprese coinvolte limitazioni non essenziali per conseguire i predetti vantaggi;
- b) fornire alle stesse imprese l'opportunità di escludere la competizione per una porzione significativa dei prodotti interessati.

È fondamentale distinguere tra due tipologie di esenzioni: **individuali** e per **categoria**. Le esenzioni individuali, pur cadendo sotto il divieto del primo paragrafo dell'articolo 101, soddisfano i criteri delineati nel terzo paragrafo. D'altro canto, le esenzioni per categoria vengono autorizzate attraverso regolamenti specifici emessi dalla commissione e sono applicabili a interi gruppi o pratiche concordate.

### **3.5 L'abuso di posizione dominante vietato dall'articolo 102.**

L'abuso di posizione dominante è disciplinato dall'**articolo 102** del TFUE.

*Ai sensi dell'art.102 "È incompatibile con il mercato interno e vietato, nella misura in cui possa essere pregiudizievole al commercio tra Stati membri, lo sfruttamento abusivo da parte di una o più imprese di una posizione dominante sul mercato interno o su una parte sostanziale di questo".*

L'accertamento del possesso di una posizione dominante è dunque un'operazione pregiudiziale a quella relativa alla verifica dell'abuso: in assenza della prima non può esistere il secondo.

La **posizione dominante** sul mercato è un concetto economico, che indica la capacità di un'entità economica di operare sul mercato con un alto grado di autonomia, senza essere eccessivamente influenzata dai comportamenti dei suoi concorrenti. Questo grado di indipendenza permette all'operatore di definire le proprie strategie di mercato con notevole libertà.

Una **quota di mercato** rilevante è certamente un indicatore di tale posizione, ma non è l'unico fattore determinante. Infatti, un'azienda può avere una quota di mercato non preponderante, ma se possiede una forte influenza rispetto agli altri concorrenti, può comunque essere vista come dominante. Questa dinamica si verifica, ad esempio, quando un'azienda detiene una quota significativa e molte altre aziende hanno quote frammentate e minori.

In pratica, si ritiene spesso che un'entità con una quota di mercato superiore al 90% occupi una posizione dominante. Tutta via questo criterio sta cambiando suscitando molte critiche e dibattiti. D'altro canto, le direttive stabiliscono che è improbabile che un'azienda con una quota di mercato inferiore al 40% sia in posizione dominante.

Oltre alla quota di mercato, ci sono altri fattori rilevanti nella valutazione di una posizione dominante. Questi includono vantaggi esclusivi, come quelli tecnologici o finanziari detenuti da un'azienda, o la presenza di barriere significative all'ingresso nel mercato per i nuovi arrivati.

L'esistenza di una posizione dominante presuppone la previa definizione del **mercato rilevante**, operazione che consiste nel determinare il mercato nel quale opera l'impresa. È infatti impossibile determinare le quote di un'impresa in un mercato, se non è preventivamente definito quest'ultimo, quanto ai beni di cui è composto, ovvero il **mercato del prodotto**, e quanto all'estensione geografica dello stesso, vale a dire il **mercato geografico**.

Il criterio stabilito dalla Corte di giustizia in relazione al mercato del prodotto è quello della *sufficiente intercambiabilità* (sentenza *United Brands 1978*<sup>50</sup>) dei beni o servizi agli occhi del consumatore. Se per il consumatore il bene o servizio X è ragionevolmente sostituibile con il bene o servizio Y, allora i due beni o servizi appartengono al medesimo mercato. Se invece il bene o servizio X non è, o è solo limitatamente sostituibile con Y ed è di conseguenza poco sensibile alla sua concorrenza, allora tali beni o servizi appartengono a mercati diversi.

A determinare il livello di sostituibilità è l'elasticità<sup>51</sup> della domanda in relazione a piccole variazioni di prezzo. Se ad esempio in seguito all'incremento del prezzo del prodotto in questione, i consumatori hanno una propensione a spostare la loro preferenza su un altro prodotto, i due prodotti hanno un alto grado di intercambiabilità e sono considerabili come appartenenti al medesimo mercato.

La Corte ha inoltre precisato, che per valutare la sostituibilità non si fa riferimento esclusivamente alle caratteristiche oggettive del prodotto, ma anche altri aspetti quali le condizioni della concorrenza o la struttura della domanda e dell'offerta del mercato.

Il mercato geografico si identifica in quella regione dove le condizioni di concorrenza per certi prodotti sono abbastanza uniformi, differenziandola da zone limitrofe con condizioni competitive distinte. La chiave di questa definizione sta nella flessibilità dell'offerta. Ad esempio, se un prodotto subisce una variazione di prezzo e i consumatori iniziano a cercare fornitori in una zona adiacente, e questi ultimi possono rispondere alla nuova domanda, allora tale zona adiacente è considerata parte dello stesso mercato geografico. La dimensione di un'area geografica di mercato tende a ridursi quando esistono elementi che ostacolano le aziende di regioni diverse nell'adempiere alle richieste di un determinato prodotto,

---

<sup>50</sup> In questa sentenza, la Corte di Giustizia delle Comunità Europee ha affrontato la questione dell'abuso di posizione dominante da parte di United Brands nel mercato delle banane, fornendo una chiara interpretazione dell'articolo 102 del TFUE.

<sup>51</sup> Calcolata come il rapporto percentuale tra la variazione percentuale della quantità domandata e la variazione percentuale del prezzo. Se l'elasticità è maggiore di 1, la domanda è elastica (ovvero, una piccola variazione del prezzo porta a una grande variazione nella quantità domandata). Se è minore di 1, la domanda è inelastica (ovvero, una variazione del prezzo ha un impatto relativamente piccolo sulla quantità domandata). Se è uguale a 1, la domanda ha elasticità unitaria.

come le peculiarità del prodotto stesso, ostacoli all'accesso al mercato, o le inclinazioni storiche dei consumatori.

Dopo aver analizzato il concetto di Mercato rilevante e posizione dominante poco sopra, si analizza ora sull'**abuso** di tale posizione ai sensi dell'articolo 102.

Detenere una posizione dominante nel mercato non è proibito dalle leggi sulla concorrenza. Ciò che è vietato è un utilizzo improprio di tale posizione per compromettere la competitività delle altre aziende. Una volta riconosciuta la presenza di una posizione dominante in un determinato mercato, ciò che segue è l'analisi delle azioni dell'entità dominante per determinare se tali azioni rappresentino o meno un uso abusivo di tale posizione. La questione chiave risiede nell'interpretazione della legge: stabilire la linea di demarcazione tra l'esercizio legittimo del potere di mercato e il suo uso eccessivo non è sempre immediato.

Dettagli fondamentali riguardo all'abuso di posizione dominante sono illustrati nell'art.102, che elenca specifiche condotte proibite. Successivamente alla formulazione generale che vieta l'abuso di posizione dominante, l'articolo dettaglia che tali comportamenti abusivi possono manifestarsi attraverso le seguenti azioni:

- a) Stabilire, sia direttamente che indirettamente, prezzi d'acquisto, di vendita o altre condizioni contrattuali che non siano eque;
- b) Restringere la produzione, i mercati o l'innovazione tecnologica, in maniera pregiudizievole per i consumatori;
- c) Adottare, nelle relazioni con i partner commerciali, condizioni diverse per servizi che sono sostanzialmente analoghi, causando per alcune parti un'ineguaglianza competitiva;
- d) Vincolare la stipulazione di accordi all'accettazione di servizi aggiuntivi dai partner, quando tali servizi non sono direttamente collegati all'accordo principale o non sono ritenuti standard nel contesto commerciale in questione.

Nonostante siano utili, queste indicazioni non sono definitive per almeno due motivi principali. Primo, necessitano di ulteriori chiarimenti poiché si riferiscono a termini generali come "*prezzi non equi*" (lett. a), "*danno ai consumatori*" (lett. b), "*effetti negativi sulla concorrenza*" (lett. c) e "*pratiche commerciali*" (lett. d). Secondo, è evidente che non forniscono un elenco completo degli abusi proibiti dall'art. 102, dato che la stessa normativa precisa che le pratiche menzionate rappresentano solamente alcuni esempi specifici di abusi.

La Corte di giustizia si è incaricata di delineare i caratteri generali della nozione di abuso. Tra questi ultimi rientra la distinzione tra abusi di **sfruttamento** ed abusi **escludenti**.

Per abusi di sfruttamento si fa riferimento a quei comportamenti diretti dall'impresa in posizione dominante nei confronti dei clienti (**abusi verticali**). La pratica di discriminazione del prezzo (fissazione di prezzi o condizioni di transazione diversi per prestazioni equivalenti) è quella più evidente in questa categoria. Rientrano nella categoria degli abusi di sfruttamento le fattispecie esemplificate nelle lettere a) e b) dell'art.102, in cui l'impresa *sfrutta* il proprio potere per estrapolare in maniera diretta le risorse economiche dai consumatori. Si precisa che la norma non colpisce esclusivamente le operazioni che danneggiano direttamente i consumatori ma anche quelle che li danneggiano indirettamente, compromettendo la normale concorrenzialità del mercato.

Gli abusi escludenti si riferiscono invece a quei comportamenti diretti dall'impresa in posizione dominante a concorrenti (**abusi orizzontali**), al fine di far uscire dal mercato il concorrente, non permettergli di entrare in uno specifico mercato o comunque evitare che il concorrente possa aumentare la presenza nel mercato.

Rientrano in questa categoria, le ultime due fattispecie esemplificate nell'articolo 102 (lettere c e d). In questi casi l'impresa dominante esclude dal mercato, quanto meno potenzialmente, i propri concorrenti, rafforzando il suo grado di dominio sul mercato stesso.

### 3.6 La regolamentazione delle concentrazioni nel contesto dell'Unione Europea.

Il controllo delle concentrazioni ha un ruolo centrale nel diritto e nella politica della concorrenza in Europa.

Il **regolamento (CE) n.139/2004** del Consiglio, datato 20 gennaio 2004, costituisce la norma principale per quanto riguarda la supervisione delle operazioni di concentrazione tra aziende. Questo documento ha sostituito il regolamento (CEE) n.4064/89 del Consiglio, datato 21 dicembre 1989, e delineato le procedure attraverso le quali la Commissione europea valuta le fusioni tra aziende.

Secondo quanto previsto dall'art.3 del regolamento n.139/2004, una concentrazione è identificata come un cambiamento permanente nel controllo risultante da:

- a) Una combinazione di due o più aziende o settori di aziende che in precedenza erano autonomi;
- b) L'assunzione del controllo, diretto o indiretto, totale o parziale, di una o più aziende da parte di una persona o impresa già in possesso del controllo di un'altra azienda, sia attraverso l'acquisto di azioni, asset, o qualsiasi altro strumento contrattuale;
- c) L'istituzione di imprese comuni che operano come entità economiche indipendenti con funzionamento continuativo.

Prima di analizzare come l'Unione Europea valuta tali operazioni di concentrazione, è fondamentale comprendere in quali circostanze un'operazione può essere qualificata con "**dimensione comunitaria**". Questa caratteristica è stabilita seguendo specifici criteri quantitativi che riguardano le entità partecipanti al processo di fusione. Tali soglie sono basate sul fatturato individuale delle imprese e su quello combinato derivante dalla

concentrazione, considerato a livello mondiale, di Unione Europea e di ciascuno stato membro.

Specificatamente, in base all'art.1, paragrafi 2 e 3, un'operazione di fusione ha una "dimensione comunitaria" se:

a) Il fatturato complessivo a livello globale delle aziende coinvolte supera i 5 miliardi di EUR; e

b) Almeno due delle aziende coinvolte registrano un fatturato all'interno della Comunità superiore a 250 milioni di EUR. Tuttavia, ciò non si applica se un'impresa realizza più dei due terzi del suo fatturato totale in un singolo Stato membro della Comunità.

Inoltre, anche se non viene raggiunto il predetto limite, un'operazione ha ancora una "dimensione comunitaria" se:

a) Il fatturato globale combinato delle aziende coinvolte supera i 2,5 miliardi di EUR;

b) In almeno tre Stati membri, il fatturato combinato delle aziende supera i 100 milioni di EUR;

c) In almeno tre degli Stati membri menzionati nel punto b), almeno due delle aziende coinvolte hanno un fatturato che supera i 25 milioni di EUR ciascuno; e

d) Almeno due delle aziende coinvolte registrano un fatturato complessivo nella Comunità superiore a 100 milioni di EUR.

In presenza di tali criteri, la Commissione ha l'autorità esclusiva di esaminare le fusioni. Al contrario, le fusioni che non soddisfano le condizioni stabilite dal Regolamento sulle Fusioni dell'Unione Europea (EUMR) potrebbero essere esaminate a livello nazionale, seguendo le regolamentazioni proprie di ciascuno Stato membro. Secondo l'**art.7**, par.1 e l'**art.11** del regolamento il raggiungimento di tali soglie comporta l'obbligazione per le imprese coinvolte nella concentrazione



di notificare l'operazione compilando uno specifico "*notification form*", di spostare il *closing* della transazione alla decisione favorevole della commissione, nonché di trasmettere a quest'ultima tutte le informazioni richieste e che sono necessarie per condurre l'investigazione.

Riassumendo quindi, Il sistema si articola primariamente su determinate soglie stabilite per identificare le concentrazioni di particolare rilevanza, in grado di influenzare negativamente la concorrenza nel mercato interno, e sull'**autovalutazione** da parte delle imprese interessate, che devono verificare se l'operazione intrapresa rientra nel campo di applicazione del regolamento predetto. Qualora l'operazione non sia sottoposta al regolamento in questione, non sussiste l'obbligo di notifica alla Commissione. In tale scenario, l'operazione potrebbe essere soggetta alle normative antitrust nazionali, comportando l'eventuale obbligo di notificazione all'ente nazionale preposto alla concorrenza. In alternativa, se esclusa anche a livello nazionale, non sorgerebbe alcun obbligo di notificazione. Bisogna sottolineare che l'omissione dell'obbligo di notifica, nel caso in cui la concentrazione sia effettivamente soggetta alle soglie stabilite, comporta l'irrogazione di significative sanzioni pecuniarie.

La commissione Europea, dopo aver ricevuto la notifica valuta le concentrazioni sulla base di uno specifico *competition test*. In particolare, la commissione europea verifica che le concentrazioni non ostacolino in maniera significativa la concorrenza effettiva (*significantly impede effective competition*<sup>52</sup>) nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso. Nel valutare se una concentrazione ostacoli significativamente la concorrenza, le autorità di concorrenza esamineranno la struttura di tutti i mercati correlati, i concorrenti attuali e potenziali, le quote di mercato delle imprese parte della concentrazione, la facilità di accesso al mercato e alle risorse da parte di queste imprese, la disponibilità di alternative ai prodotti/servizi delle imprese che fanno parte della concentrazione, le tendenze dell'offerta e della domanda relative a questi prodotti/servizi, le barriere legali e/o

---

<sup>52</sup> Anche conosciuto come SIEC test.

altre barriere all'ingresso nel mercato, i benefici per intermediari e consumatori e, infine, il contributo allo sviluppo economico e tecnico.

Se la commissione identifica delle situazioni potenzialmente anticoncorrenziali, le imprese interessate possono proporre rimedi, come ad esempio trasferire parte di una loro attività a un acquirente indipendente. Se i rimedi sono sufficienti a superare le preoccupazioni concorrenziali la commissione adotta una decisione favorevole, condizionata all'attuazione di tali rimedi (**art.6**, par.2, e **art.8**, par.2, EUMR).

Nel corso degli anni, la Commissione ha attuato misure per alleggerire l'onere amministrativo imposto alle imprese coinvolte in operazioni di concentrazione, in linea con le disposizioni procedurali dell'EUMR. Nel 2000, ha implementato una procedura semplificata, mirata a garantire una rapida approvazione delle concentrazioni non contestate, riducendo così gli oneri burocratici per le entità partecipanti. Successivamente, nel 2004, ha introdotto un modulo standardizzato per la notifica. Nel 2013, la Commissione ha ulteriormente ampliato la gamma di casi suscettibili di trattazione semplificata, restringendo contestualmente le informazioni richieste alle imprese. In questo contesto, ha introdotto un sistema di "pre-notifica" attraverso il cosiddetto "*simplification package*", entrato in vigore il 1° gennaio 2014, regolato dal Regolamento (UE) n. 1269/2013 del 5 dicembre 2013. Ancora nel 2013, ha emanato una Comunicazione relativa alla procedura semplificata per l'analisi di specifiche concentrazioni. Tale procedura può essere applicata nei seguenti scenari:

- 1) transazioni nelle quali le imprese acquisiscono un controllo congiunto di una joint venture che non ha, o ha in misura trascurabile, attività attuali o pianificate nell'EEA;
- 2) transazioni nelle quali non ci sono relazioni orizzontali o verticali tra le attività economiche delle imprese coinvolte;
- 3) La quota di mercato combinata di tutti gli attori coinvolti nella concentrazione, che agiscono sullo stesso mercato sia per prodotto che per area geografica (interazioni orizzontali), non supera il 20%. Similmente, nel contesto di un rapporto

verticale, dove le aziende operano su mercati adiacenti, le loro quote di mercato, sia singolarmente che in combinazione, non superano il 30%.

4) transazioni che comportano il cambio dal controllo congiunto al controllo individuale che superi il target,

5) transazioni nelle quali la quota di mercato congiunta di tutti i partecipanti alla concentrazione che si trovano in una relazione orizzontale è inferiore al 50 % e l'incremento della quota di mercato risultante dalla concentrazione è limitato (ossia quando l'incremento, misurato con l'indice Herfindahl-Hirschman, è inferiore a 150)<sup>53</sup>.

### 3.7 Misure statistiche della concentrazione

La concentrazione studia secondo il criterio dimensionale, la disposizione delle imprese in un settore. All'aumentare del numero  $n$  di imprese, diminuisce il grado di concentrazione e viceversa, mentre a parità di  $n$  il grado di concentrazione cresce all'aumentare della variabilità delle dimensioni e in particolare quando **“una larga porzione di un qualche aggregato è detenuta da parte di una piccola porzione di unità produttive e decisionali, la quale domina l'aggregato”**<sup>54</sup>

Esistono due tipi di indici di concentrazione: **indici di concentrazione assoluta**, quelli legati sia al numero delle imprese che alle rispettive quote di mercato e **indici di concentrazione relativa**, che misurano unicamente la dispersione delle quote di mercato.

#### 3.7.1 Indici di concentrazione assoluta

---

<sup>53</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla regolazione delle concentrazioni nel contesto dell'Unione Europea si veda il libro *Le operazioni di M&A fra regolamentazione e concorrenza*. G Giappichelli Editore, Pag. 15 ess.

<sup>54</sup> *Economia Industriale: Economia dei Mercati Imperfetti*, Pasini, C.S, pag.133.

Si prende in esame la categoria degli indici di concentrazione assoluta, che come già detto considera sia il numero delle imprese che le rispettive quote di mercato.

Si introducono a tal proposito:

- **l'output dell'industria:**  $X = \sum_{i=1}^n x_i$
- **la quota di mercato dell'impresa i-esima:**  $s_i = \frac{x_i}{X}$

Generalmente, un indice di concentrazione assoluto, si presenta nella seguente formulazione:

$C = \sum h_{s_i} * s_i$ , dove  $h_{s_i}$  è la ponderazione attribuita alle quote di mercato delle imprese

### ***Rapporto di Concentrazione***

Misura la proporzione dell'output delle  $r$  imprese più grandi, con  $r$  scelto arbitrariamente:  $C_r = \sum_{i=1}^r s_i$ . Solitamente viene utilizzato l'indice **C4** ( $r = 4$ ) che misura il livello di concentrazione delle quattro maggiori imprese del settore considerato.

### ***Indice di Herfindahl-Hirschman***

L'indice propone una ponderazione proporzionale alla quota di mercato detenuta dalla singola impresa  $HH = \sum_{i=1}^n s_i^2$ . Questo tipo di ponderazione attribuisce un peso maggiore alle imprese che detengono una quota di mercato maggiore e al contrario non risente molto della presenza di imprese di piccole dimensioni.

### ***Il reciproco del numero delle imprese.***

Indice scarsamente utilizzato per la non considerazione delle rispettive quote di mercato delle imprese  $s_i$  a cui è attribuito un peso pari a zero<sup>55</sup>.

---

<sup>55</sup> Per ulteriori approfondimenti sugli indici di concentrazione assoluta si veda il libro *Economia Industriale: Economia dei Mercati Imperfetti*, Pasini, C.S, pag.136-142.

### 3.7.2 Indici di concentrazione relativa

Come già anticipato, queste misure non tengono conto del numero delle imprese ma considerano esclusivamente le quote di mercato delle imprese. Gli indici di concentrazione relativa trovano la loro rappresentazione sintetica nella curva di Lorenz (figura 3.2)

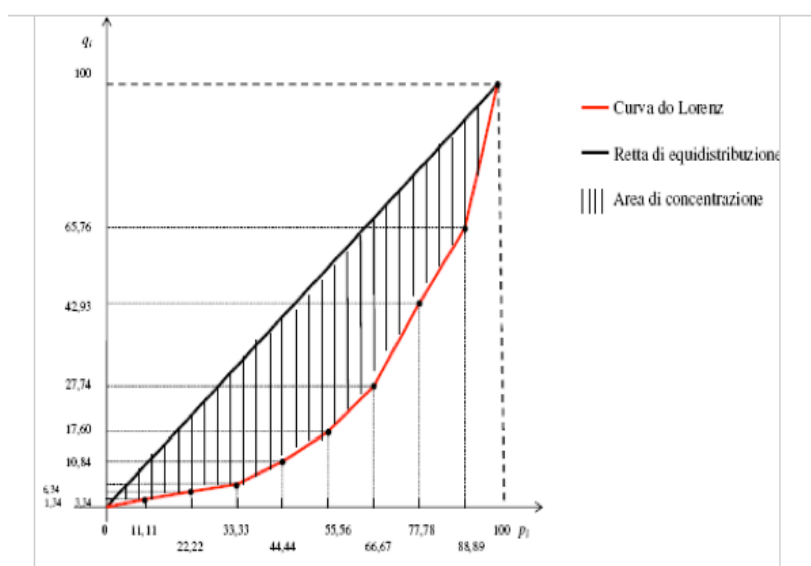


Figura 3.2 – Misurazione della concentrazione di un'industria mediante la curva di Lorenz

dove  $p_i$  è la percentuale cumulata delle imprese a partire dalla più piccola, mentre  $q_i$  è la percentuale cumulata dell'output.

La retta di equidistribuzione rappresenta l'ipotesi in cui le imprese del settore considerato abbiano tutte uguale dimensione.

#### *Coefficiente di Gini*

È il rapporto tra l'area di concentrazione e l'area al di sotto della retta di equidistribuzione. Maggiore è la disuguaglianza dell'industria maggiore sarà l'area di concentrazione e conseguentemente anche il valore del coefficiente di Gini che varia all'interno dell'intervallo[0; 1].

### *Coefficiente di variazione*

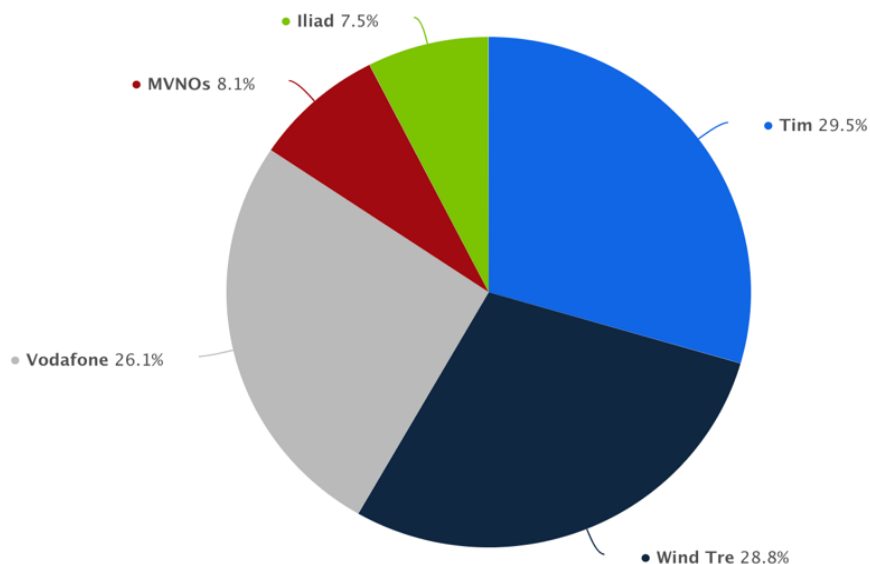
L'indice rileva la dispersione delle dimensioni relative delle imprese dal valore medio delle stesse.

$$cv = \frac{\theta}{\mu_x}$$

### **3.7.3 Calcolo del livello di concentrazione nel settore delle telecomunicazioni in Italia (2022)**

In questo paragrafo si utilizzeranno l'indice HH e il rapporto di concentrazione<sup>56</sup> per misurare il grado di concentrazione settore delle telecomunicazioni in Italia nel 2022.

A partire dalle quote di mercato relative dei fornitori di reti mobili (**figura 3.3**), è possibile calcolare il livello di concentrazione del settore utilizzando l'indice di **Herfindahl-Hirschman**.



---

<sup>56</sup> In particolare l'indice C4.

Figura 3.3 – Market Share settore delle telecomunicazioni in Italia (2022)<sup>57</sup>

L'indice risulta in questo caso  $HH = 7,5^2 + 8,1^2 + 26,1^2 + 28,8^2 + 29,5^2 =$   
**2502,76**

Valori dell'indice inferiori a 1000 indicano un settore poco concentrato, se l'indice è compreso tra 1000 e 1800 il comparto viene definito moderatamente concentrato e infine sopra i 1800 punti il settore risulta concentrato. L'industria delle telecomunicazioni è dunque altamente concentrata.

Anche l'indice C4 indica che le 4 imprese più grandi si spartiscono la quasi totalità del mercato (92,5%) e conferma quanto appena detto.

Sulla base dei risultati ottenuti, si può dunque concludere che l'industria delle telecomunicazioni è in Italia molto concentrata.

## **Capitolo 4 - Case Study - La fusione di Banca Finnat**

### **4.1 Banca Finnat Euramerica**

Banca Finnat si afferma nel mercato finanziario italiano come un'entità di riferimento nel campo della gestione patrimoniale, sia individuale che collettiva. Il suo portfolio di servizi abbraccia un'ampia gamma di attività, configurandosi come una soluzione one-stop per i clienti che cercano competenza, efficienza e personalizzazione. Ecco una disamina più dettagliata dei suoi servizi principali:

- **Servizi di investimento in strumenti finanziari:** Questi rappresentano il fulcro dell'offerta di Banca Finnat. Attraverso l'intermediazione, la banca agevola transazioni nel mercato dei capitali, sfruttando la sua profonda

---

<sup>57</sup> Market share of mobile network providers in Italy in 2022. [www.statista.com](http://www.statista.com).

conoscenza delle dinamiche di mercato. La gestione personalizzata dei patrimoni mobiliari consente ai clienti di beneficiare di strategie d'investimento su misura, mentre servizi come la distribuzione, la consulenza in materia di investimento, la custodia e l'amministrazione assicurano che gli investimenti siano gestiti con cura e precisione. L'asset allocation, in particolare, vede la banca analizzare e bilanciare i portafogli in base alle esigenze specifiche del cliente e alle condizioni di mercato.

- **Servizi bancari e gestione della liquidità:** Al di là della sua competenza in materia di investimenti, Banca Finnat fornisce anche una gamma completa di servizi bancari tradizionali. La gestione della liquidità, in particolare, consente ai clienti di ottimizzare i loro flussi di cassa e di capitalizzare sulle opportunità di investimento emergenti.
- **Attività di Private Banking:** Questo segmento si rivolge ai clienti che cercano soluzioni finanziarie personalizzate e altamente specializzate. Attraverso servizi come il risk management, la banca aiuta i clienti a identificare, valutare e mitigare i rischi finanziari. Inoltre, grazie alle sue collaborazioni in operazioni fiduciarie e di pianificazione successoria, la Banca Finnat è in grado di offrire soluzioni complete per la gestione del patrimonio a lungo termine. I servizi di finanziamenti garantiti rappresentano un altro elemento chiave di questa offerta, fornendo ai clienti accesso a capitali in base alle loro esigenze specifiche.
- **Consulenza finanziaria alle imprese:** Banca Finnat gioca un ruolo cruciale nel supportare le imprese nelle loro strategie di crescita e ristrutturazione. Con una competenza specifica in operazioni straordinarie, la banca offre consulenza nelle fusioni e acquisizioni (M&A), nelle operazioni di finanza strutturata e nelle operazioni di capital market. Questa competenza, combinata con una profonda conoscenza del mercato italiano e internazionale, rende Banca Finnat un partner privilegiato per le imprese in cerca di crescita e innovazione.



## 4.2 Descrizione dell'operazione

In ogni complesso procedimento di natura finanziaria, come quello in esame, l'iter inizia imperativamente con l'ottenimento delle autorizzazioni regolamentari da parte delle autorità competenti. Questo passo, che potrebbe sembrare puramente formale, è in realtà cruciale poiché costituisce la base legale su cui si fonderanno tutte le operazioni successive. Nel caso specifico l'operazione vede come protagonisti i membri della Famiglia Nattino (**Ramo GN**), i quali avviano un'azione di "conferimento" delle loro azioni detenute in **Banca Finnat Euramerica S.p.A.** (d'ora in poi detta Banca) verso la **Nattino Holding S.r.l.** Questa operazione una volta completata, determinerà un cambiamento significativo nella struttura di controllo della banca, poiché la holding avrà una partecipazione determinante nella stessa.

Questa prima fase dell'operazione è riassunta nelle figure 4.1 e 4.2.

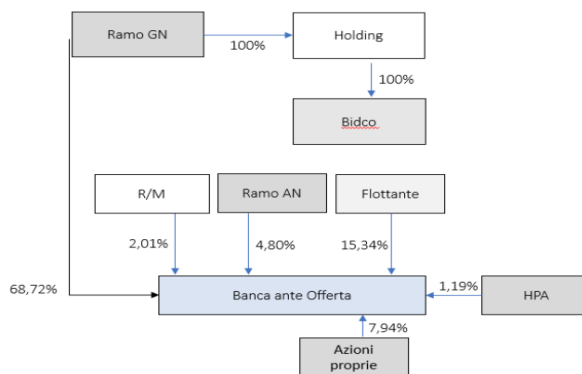


Figura 4.1 - Corpo societario prima del conferimento<sup>58</sup>

<sup>58</sup> Fonte: elaborato dello studente.

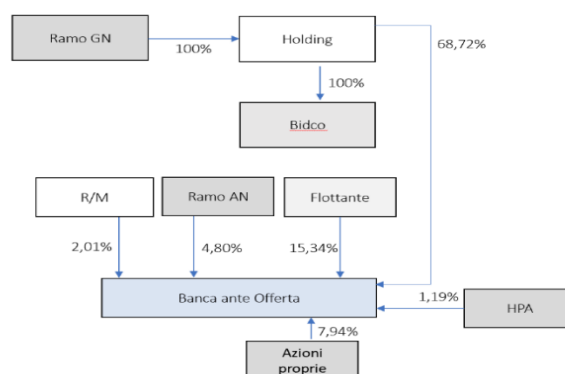


Figura 4.2 - Corpo societario a seguito del conferimento<sup>59</sup>

Analizzando i due grafici, si evidenzia il passaggio delle azioni possedute dal ramo GN della famiglia Nattino in Banca a favore di Nattino Holding S.r.l.

L'intenzione della Famiglia Nattino era di dare stabilità e certezza di lungo termine agli assetti proprietari della Banca mediante l'adozione di un adeguato assetto statutario della Holding. In questa prospettiva, pertanto, i componenti del Ramo GN hanno modificato lo statuto della Holding al fine di definire il suo più idoneo assetto di governance e di procedere alla successiva esecuzione del conferimento.

Il passo successivo coinvolge la società **P.N. 1898 S.r.l.** (d'ora in poi detta **BidCo**) società veicolo. La società, interamente sottoposta al controllo della Nattino Holding S.r.l., propone **un'offerta pubblica di acquisto (OPA<sup>60</sup>)** obbligatoria totalitaria sulle azioni della Banca. L'essenza di questa mossa è duplice: non solo mira all'acquisto di azioni, ma si pone come intenzione di procedere al **delisting<sup>61</sup>** delle azioni della Banca dal mercato Euronext Milan, segmento STAR. Questo significa che la Banca non avrà più azioni negoziate pubblicamente, segnando una

<sup>59</sup> Fonte: elaborato dello studente.

<sup>60</sup> OPA (Offerta Pubblica d'Acquisto) è una proposta fatta da una persona o società per acquistare le azioni di un'altra società. Quando è "obbligatoria", ciò significa che, in certe circostanze regolamentate, un azionista che ha raggiunto una certa quota di azioni è obbligato a lanciare un'OPA per tutte le altre azioni. "Totalitaria" indica che l'intenzione è quella di acquistare tutte le azioni disponibili. In questo caso, P.N. 1898 S.r.l. ("BidCo") - che è interamente controllata da Nattino.

<sup>61</sup> "Delisting": è la rimozione delle azioni di una società dalla borsa valori. Se le azioni di una società non sono più quotate in borsa, non possono essere scambiate pubblicamente. In questo contesto, il Delisting avverrebbe dal mercato Euronext Milan, segmento STAR.

trasformazione fondamentale nel suo status e nella sua visibilità nel mercato finanziario.

Infine, l'ultima tappa di questo intricato percorso è l'attuazione di una **fusione inversa**<sup>62</sup>, questa operazione consiste nell'integrazione tra BidCo e la Banca, ma con una peculiarità: anziché la Banca essere assorbita da BidCo, è BidCo che verrà incorporata nella Banca, determinando così una profonda ristrutturazione della natura societaria esistente.

#### **4.3 L'offerta Pubblica d'Acquisto (OPA): possibili scenari ex-ante**

In collaborazione con l'avvocato Roberta Padula dello studio **Galante e Associati**, sono stati analizzati i vari scenari che sarebbero potuti emergere a seguito dell'Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA):

##### ***Scenario A)***

BidCo viene a detenere una partecipazione nella banca almeno pari al 95% del capitale della Banca, applicando la procedura di **squeeze - out**. Con questa espressione inglese si indica il diritto coatto di acquisto da parte della società offerente a seguito dell'offerta precedentemente citata. In altre parole, il meccanismo permette alla società acquirente di **costringere** i piccoli azionisti rimanenti a vendere le proprie azioni in modo da ottenere il 100% del capitale. Il principale obiettivo di questo meccanismo è facilitare processi di ristrutturazione e semplificare la struttura azionaria, eliminando la presenza di piccoli azionisti. Per gli azionisti minoritari, questo spesso significa ricevere un compenso per le loro azioni, ma perdere qualsiasi influenza o partecipazione futura nella società. In sintesi, attraverso il squeeze-out, BidCo può mirare a possedere l'intero 100% del capitale della Banca, rendendola una filiale completamente controllata senza azionisti esterni

---

<sup>62</sup> Per fusione societaria si intende quando due società si combinano per diventare una sola entità. Quando si parla di "fusione inversa", significa che la società che tecnicamente "acquista" l'altra diventerà una parte di quella che è stata "acquisita". In questo scenario, anche se BidCo sta facendo l'offerta per la Banca, alla fine sarà BidCo ad essere incorporata nella Banca.

### ***Scenario B)***

BidCo viene a detenere una partecipazione nella banca almeno pari al 90% ma inferiore al 95% del capitale, applicando la procedura di **sell-out**. A differenza del caso precedente, questo meccanismo offre ai piccoli azionisti rimanenti l'opzione di vendere le loro azioni a BidCo alle stesse condizioni dell'offerta originale senza essere obbligati a farlo. Il 'sell-out' offre quindi un'opportunità agli azionisti minoritari.

Di fronte a un'entità dominante come BidCo, che detiene una vasta maggioranza delle azioni, potrebbero sentire che la loro influenza o potenziale di guadagno futuro è limitato. Il 'sell-out' offre loro una via d'uscita, permettendo loro di liquidare la loro partecipazione secondo termini predefiniti, evitando così possibili svantaggi o incertezze future. Allo stesso tempo BidCo ha l'opportunità di aumentare ulteriormente la sua partecipazione, avvicinandosi alla piena proprietà della banca, pur rispettando la volontà degli azionisti minoritari.

### ***Scenario C)***

BidCo viene a detenere una partecipazione nella Banca inferiore al 90% del capitale, il delisting non si perfezionerà e la Banca resterà quotata con un flottante ridotto. La situazione, in questo caso, è quindi completamente diversa. L'operazione di delisting, ovvero la riduzione delle azioni della banca dalla Borsa, non avverrà. La Banca rimarrà quotata in borsa, ma con un numero significativamente ridotto di azioni disponibili per la negoziazione, noto come **flottante ridotto**. Questo potrebbe avere delle implicazioni sul valore e sulla liquidità delle azioni.

Analizzando l'eventuale scenario in cui BidCo detiene una partecipazione nella banca inferiore al 90% del capitale e conseguentemente si verifica un flottante ridotto, sono state identificate ed ipotizzate le possibili conseguenze:

- **Variazione del Valore delle Azioni:** Con un numero minore di azioni disponibili per la negoziazione sul mercato, potrebbe sorgere una situazione in cui la domanda supera l'offerta, causando potenzialmente un aumento del prezzo delle azioni.

- **Questioni di Liquidità:** Una minore disponibilità di azioni potrebbe limitare la capacità degli azionisti di vendere rapidamente le loro partecipazioni, rendendo il titolo meno liquido. Questa riduzione della liquidità potrebbe comportare difficoltà nella vendita di grandi quantità di azioni senza influenzare significativamente il prezzo.
- **Percezione degli Investitori:** La riduzione del flottante potrebbe influire sulla percezione del mercato nei confronti della Banca. Alcuni investitori potrebbero interpretare questa situazione come un segno di consolidamento aziendale, mentre altri potrebbero vedere una potenziale carenza di trasparenza o avere preoccupazioni relative alla ridotta liquidità del titolo.

All'esito dell'OPA qualora si verificano gli scenari A) o B) si prenderà in considerazione il percorso in cui, dopo il delisting, e ottenendo le necessarie approvazioni, si opta per una 'fusione inversa'. Questa operazione avverrebbe nel rispetto delle normative italiane e comporterebbe una particolare complessità: si tratta infatti di una fusione con assunzione di debito.

L'alternativa a questo scenario si concretizza quando la partecipazione di BidCo nella Banca non raggiunge il 90% (scenario C). Anche senza raggiungere tale soglia, potrebbe comunque emergere la possibilità di una fusione inversa tra BidCo e la Banca. Tale decisione avrebbe radici in una serie di valutazioni strategiche e di mercato, con lo sguardo sempre rivolto alle potenziali ripercussioni sulla reputazione e sul valore della Banca.

#### **4.3.1 Esito dell'OPA**

L'Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA) condotta su Banca Finnat, conclusosi in data 28 novembre 2022 ha raggiunto un esito positivo, superando la soglia critica del 90%. Questo ha permesso l'acquisizione integrale delle azioni della Banca da parte dell'entità offerente. A seguito di questo successo, Banca Finnat è stata rimossa dal listino borsistico, è rilevante evidenziare che la società BidCo promotrice dell'OPA,

era stata costituita con il mero scopo di facilitare questa operazione specifica. Una volta conclusa con successo l'OPA, la sua funzione diventava superflua. Di fronte a questa situazione, e dato il carattere non operativo di BidCo si è optato per una strategia di fusione inversa. In tal modo, Banca Finnat ha proceduto all'incorporazione di BidCo risolvendo efficientemente la presenza di una holding senza ulteriore finalità operativa.

Pertanto, a seguito ad esito del delisting si è verificato quanto descritto nello scenario B) di cui sopra.

#### **4.4 Calcolo del valore azionario di Banca Finnat attraverso il metodo dei multipli**

Nell'ambito della valutazione finanziaria, il metodo dei multipli rappresenta uno strumento fondamentale per determinare il valore di un'entità, basandosi sulle performance di aziende comparabili quotate in borsa. Questo approccio risulta particolarmente utile nel caso in cui si voglia assegnare un valore a una banca che, pur essendo stata in passato quotata, è stata successivamente delistata e non ha quindi un prezzo di mercato disponibile. La procedura prevede l'identificazione di banche comparabili, la raccolta dei loro dati finanziari e l'applicazione dei multipli medi al nostro target di valutazione. In questo contesto, ci concentreremo in particolare sul calcolo e sull'applicazione del rapporto Prezzo/Utile (P/E), al fine di ottenere una stima del prezzo per azione della banca delistata.

Il primo passaggio consiste quindi nell'identificazione di banche **affini** a Finnat. La **tabella 4.1** rappresenta le banche “comparabili” prese in considerazione e il loro rapporto Prezzo/Utile (P/E).

<b>Società</b>	<b>P/E<sup>63</sup></b>
JULIUS BAER GROUP LTD	11,1
VONTOBEL HOLDING AG - REG	12,9
VAN LANSCHOT KEMPEN NV	10,2
BANCA GENERALI SPA	12,1

---

<sup>63</sup> Fonte: [www.marketscreener.com](http://www.marketscreener.com)

BANCA PROFILO SPA	11,7
BANCO DESIO E DELLA BRIANZA	5,03
CREDITO EMILIANO SPA	5,56
BANCA MEDIOLANUM SPA	8,25
<b>Media Aritmetica</b>	<b>9,60</b>

Tabella 4.1 - le banche “comparabili” ed il rapporto P/E

A questo punto sarebbe normalmente necessario calcolare il P/E di Finnat secondo

la classica formula:  $\frac{P}{E} = \frac{\text{Prezzo per azione}}{\text{Utile per azione (EPS)}}$ .

Nel caso di una banca delistata non si ha però il prezzo per azione disponibile sul mercato dato che non è quotata. Per superare questa sfida, è stato necessario determinare prima l'Utile per Azione (EPS) della banca delistata. Quest'ultimo è stato calcolato utilizzando l'utile netto della banca, disponibile nel conto economico, e dividendo per il numero totale di azioni in circolazione, come indicato nei documenti ufficiali della banca.

Utile Netto 2022	4.587.567
Numero di azioni in circolazione	278.424.027

Tabella 4.2 - Utile netto 2022 e numero di azioni in circolazione<sup>64</sup>

L'EPS risulta dunque **0,016**. Moltiplicando l'EPS della banca delistata per il P/E mediano delle banche comparabili, è stata ottenuta una valutazione approssimativa del prezzo per azione della banca delistata. In particolare, il prodotto tra l'EPS e il P/E medio è **0,158**.

Questa stima è particolarmente rilevante alla luce del fatto che Banca Finnat è stata delistata nel 2022 e in quel momento, una forchetta di valutazione proposta in sede di offerta pubblica di acquisto posizionava il valore dell'azione tra **0,15** e **0,23**.

Il risultato ottenuto, situandosi all'interno di questo intervallo, sottolinea l'adeguatezza e la pertinenza del metodo dei multipli come strumento di valutazione

<sup>64</sup> Cfr. Bilancio 31 dicembre 2022, gruppo banca Finnat.

per questo tipo di entità. Inoltre, la vicinanza del valore stimato al limite inferiore della forchetta suggerisce una valutazione più conservativa, indicando potenzialmente che le condizioni di mercato per la banca o per il settore nel suo complesso potrebbero essere leggermente cambiate o semplicemente che in questo caso è stato adottato un approccio più prudente.

Un altro punto cruciale da considerare è la stabilità del valore nel tempo. La consonanza tra il valore attuale e la forchetta del 2022 potrebbe implicare che le prospettive finanziarie, la posizione di mercato e le aspettative per Banca Finnat sono rimaste sostanzialmente invariate nel periodo successivo al suo delisting.

#### **4.5 Variazione della solidità patrimoniale e finanziaria pre e post fusione**

Come spesso sottolineato nei precedenti capitoli, uno degli obiettivi che spingono le aziende ad effettuare questo tipo di operazioni è relativo all'ottenimento di una maggiore solidità patrimoniale.

A questo punto dell'analisi procediamo con un confronto pre merger e post-merger degli indici di solidità patrimoniale per verificare la validità dell'assunzione teorica. Tra i più importanti indici che verranno analizzati troviamo **l'indice di copertura delle immobilizzazioni con il patrimonio netto** e **l'indice di autonomia finanziaria**

##### **4.5.1 L'indice di copertura delle immobilizzazioni**

L'indice di copertura delle immobilizzazioni con il patrimonio netto è un indicatore finanziario utilizzato per valutare la capacità di un'impresa di finanziare le immobilizzazioni con fonti di finanziamento a lungo termine o fonti stabili.

Tra le fonti di finanziamento a lungo termine vi rientrano il patrimonio netto dell'azienda e le forme di finanziamento esterne che prevedono un rimborso nel



lungo periodo. In altre parole, si tratta di un confronto tra attività e passività a lungo termine, finalizzato a conoscere la solvibilità dell'azienda nel lungo periodo.

Il calcolo dell'indicatore può essere così formulato:  $\frac{\text{Fonti Stabili}}{\text{Attivo Immobilizzato}}$

Chiaramente il risultato del rapporto può essere maggiore o minore di 1. Se il risultato è maggiore di 1 l'azienda ha delle fonti di finanziamento stabili per coprire le sue immobilizzazioni, mentre, in caso contrario, l'azienda potrebbe essere dipendente da fonti di finanziamento a breve termine esponendo l'azienda ad un grosso rischio finanziario nel caso in cui non fosse in grado di reperire ulteriori fonti di finanziamento a breve termine in futuro.

Anno	2021	2022
Fonti Stabili	254.237	223.165
Attivo Immobilizzato	140.544	109.664

Tabella 4.3 - la sintesi dei dati di patrimonio netto ed attivo immobilizzato di Banca Finnat prima e dopo la fusione, dati utilizzati per calcolare l'indice di copertura delle immobilizzazioni e ottenuti dal bilancio di Banca Finnat del 2022 ed espressi in migliaia di euro.

Dai dati di bilancio presentati nella **tabella 4.3**, emerge che l'indice di copertura delle immobilizzazioni nel 2022 è di **2,0349**, in crescita rispetto all'**1,808** registrato nel 2021. Questo indica che, dopo la fusione, l'azienda ha un potenziamento delle sue fonti stabili rispetto all'attivo immobilizzato. Tuttavia, è fondamentale sottolineare che anche il valore del 2021, precedente alla fusione, era già considerevolmente elevato, mostrando una robusta capacità dell'azienda di coprire le sue immobilizzazioni con fonti a lungo termine anche prima dell'operazione di fusione.

#### 4.5.2 L'indice di autonomia finanziaria

L'indice di autonomia finanziaria, anche conosciuto come rapporto di indebitamento misura il rapporto tra fonti interne e totale delle passività e

rappresenta il grado di copertura degli investimenti tramite il capitale proprio. In altre parole, l'indicatore illustra quanto attivo aziendale è sostenuto o finanziato da fonti proprie, ricordando l'uguaglianza tra fonti e impieghi.

Numericamente l'indicatore è ottenuto nel seguente modo:  $\frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Totale delle Passività}}$

Anche in questo caso è riportata una tabella per sintetizzare i dati necessari al calcolo dell'indicatore.

Anno	2021	2022
Totale delle Passività	1.672.703	1.814.423
Patrimonio Netto	254.237	223.165

Tabella 4.4 - Patrimonio Netto e Totale Passività Finnat, dati ottenuti dal bilancio del 2022 della banca ed espressi in migliaia di euro

Nel primo caso (2021), l'indice di autonomia finanziaria ammontava al **15,19%**, mentre nel 2022 l'indicatore ha un valore pari al **12%**, registrando così una minore autonomia rispetto all'anno precedente (2021), nonostante la fusione effettuata. È ipotizzabile, che alla base di un dato del genere ci sia una motivazione temporanea. Questo perché le fusioni, molto spesso, comportano dei costi iniziali, come oneri di integrazione, consulenze e potenziale riduzione del valore degli asset. Costi che chiaramente possono incidere sulle passività e sul patrimonio netto della Banca.

In altre parole, questi costi iniziali possono essere visti come degli investimenti iniziali a lungo termine, che potranno essere spalmati sugli esercizi successivi.

Inoltre, Quando si esamina l'indice di autonomia finanziaria, è cruciale considerare una particolarità distintiva del settore bancario. Sebbene l'indice tenga conto del totale delle passività di un'entità, nel caso delle banche, la maggior parte di queste passività è costituita dai depositi dei clienti. Come illustrato nel **Bilancio Finnat**, questi depositi rappresentano oltre il **95%** delle passività totali.

A differenza di altre obbligazioni finanziarie, i depositi dei clienti non sono debiti che devono essere restituiti in maniera tradizionale. Sono infatti fondi depositati dai clienti che, nella maggior parte dei casi, generano costi minimi in termini di interessi per la banca. Il modello di business delle banche si basa sull'assunto che non tutti i correntisti preleveranno simultaneamente i loro depositi, dato che molti di questi hanno scadenze non determinate.

Questa particolarità introduce un'ulteriore complessità per le banche: il rischio di liquidità. Se un numero significativo di clienti decidesse di ritirare i propri depositi in un breve lasso di tempo, la banca potrebbe trovarsi in difficoltà a soddisfare queste richieste, portando potenzialmente a problemi di solvibilità. Di conseguenza, oltre all'indice di autonomia finanziaria, è fondamentale analizzare **l'indice di liquidità**, che fornisce un quadro più accurato della capacità di una banca di affrontare obbligazioni immediate in situazioni di stress finanziario.

Esistono diverse metodologie per poter calcolare la liquidità della banca, tuttavia, l'indice che sarà preso in considerazione è chiamato **rapporto di liquidità corrente**, ottenuto attraverso la frazione tra attività correnti e passività correnti (con scadenza antecedente all'esercizio successivo).

La formula in questo caso è data da:  $\frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività Correnti}}$

La tabella, anche in questo caso, relativa ai dati ottenuti necessari per il calcolo dell'indicatore:

Anno	2021	2022
Attività Correnti	356.212	643.616
Passività Correnti	649.618	600.907

Tabella 4.5 - sintesi dei dati necessari per il calcolo del rapporto di liquidità corrente, dati ottenuti dalla relazione trimestrale di Banca Finnat e dal bilancio del 2022 di Banca Finnat (valori espressi in migliaia di euro)

I dati relativi alle passività correnti della banca post merger sono stati dedotti dalla relazione trimestrale sociale pubblicata a settembre 2022. Questo documento indica che dei depositi effettuati €600.907.000 sono depositi in conto corrente, e quindi assimilabili alle passività correnti. Le attività correnti, riportate dallo stesso documento, ammontano a €643.616.000. Per ottenere l'indice relativo al 2022 basta rapportare i due valori. Facendo questa operazione otteniamo **1,0710**, mostrando come le attività correnti sono superiori rispetto alle passività correnti. In altre parole, la banca ha abbastanza attività correnti in grado di coprire le passività correnti, evitando inoltre di condurre un'attività inefficiente. Infatti, un valore troppo elevato per questo indice potrebbe indicare che la banca non stia sfruttando in maniera efficace le sue risorse.

Analizzati i dati del 2022 è necessario confrontarli con quelli del 2021, pre merger. Dagli stessi documenti sopra citati, le passività correnti ammontavano a €649.618.000, mentre le attività correnti ammontavano a €356.212.000. Il valore dell'indicatore di liquidità, in questo caso è **0,5483**. La liquidità netta corrente della banca è quindi aumentata significativamente post merger.

La ragione relativa all'aumento della liquidità può essere legata ad una riduzione del costo del capitale e ad un aumento degli investimenti dovuto alla maggiore solidità del gruppo una volta effettuata l'operazione. È infatti ipotizzabile che la banca abbia rinegoziato i prestiti esistenti e contrattato quelli futuri a tassi più bassi rispetto alla situazione pre merger.

Inoltre, dopo la fusione le società spesso possono beneficiare di agevolazioni fiscali o deduzioni che migliorano la situazione della liquidità. Ad esempio, i costi per mantenere le strutture di controllo possono pesare molto sul conto economico.

### 4.5.3 La Variazione del rapporto tra Margine di Interesse e Margine di Intermediazione

Il bilancio di esercizio di Finnat del 2022 illustra, inoltre, la variazione del rapporto tra margine di Interesse e Margine di Intermediazione. Si tratta di due valori fondamentali in ambito bancario, che, rapportati, permettono di capire l'incidenza dell'attività caratteristica della banca, erogazione di prestiti e raccolta di depositi, sul profitto. Prima di descrivere il rapporto è necessario trattare le definizioni di **margine di interesse** e **margine di intermediazione**.

**Il margine di interesse** è la differenza sugli interessi incassati dai prestiti e gli interessi pagati sui depositi e su altre forme di finanziamento. Questo indice mostra la capacità della banca di generare ricavi con la sua attività di prestito. **Il margine di intermediazione**, include al suo interno il margine di interesse, ma aggiunge anche la differenza tra commissioni, tariffe e altri proventi derivanti dalle diverse attività di intermediazione, come la gestione di patrimoni, servizi di consulenza e servizi di custodia.

Ovviamente se il rapporto è **prossimo all'1** (uguale a 1) significa che il margine di interesse e il margine di intermediazione contribuiscono in modo quasi eguale ai ricavi totali della banca.

Se il rapporto è **maggiore di 1**, indica che il margine di interesse ha un peso maggiore rispetto al margine di intermediazione, suggerendo una maggiore dipendenza dalla tradizionale attività di prestito.

Se il rapporto è **inferiore a 1**, indica che il margine di intermediazione ha un peso maggiore, suggerendo che la banca dipende di più da attività non tradizionali o da servizi di intermediazione.

Questo rapporto aiuta ad analizzare la diversificazione delle fonti di ricavo della banca e a comprendere se essa è maggiormente focalizzata sull'attività creditizia o se ha sviluppato in modo significativo servizi di intermediazione alternativi.

#### 4.5.4 L'interpretazione del rapporto tra margine di interesse ed intermediazione per Banca Finnat

Di seguito sono riportati i dati relativi a margine di interesse e margine di intermediazione pre e post merger:

Anno	2022	2021
Interesse/Intermediazione	29,73	24,76

Tabella 4.6 - il rapporto tra margine di interesse e margine di intermediazione pre e post merger ottenuto dal bilancio del 2022 di Banca Finnat

La tabella 4.6 illustra come il rapporto tra i due margini sia aumentato post merger. Questo significa che attraverso la fusione l'incidenza sugli utili dell'attività bancaria (erogazione dei prestiti e concessione dei depositi) è aumentata.

Alla luce delle dinamiche post-fusione sopra riportate e da quanto emerge dai dati di bilancio, Banca Finnat grazie a una maggiore robustezza patrimoniale ed una gestione ottimizzata, ha potuto ridurre gli interessi passivi, contenendo così i costi legati all'attività bancaria. Parallelamente, l'incremento della solidità della struttura societaria, derivante dalla fusione e resa ancora più marcata dal delisting, ha consentito alla banca di offrire ai depositanti tassi d'interesse leggermente superiori. Questo, a sua volta, ha consentito di ampliare la marginalità associata all'attività di erogazione di prestiti, grazie alla maggiore fiducia e al minore rischio percepito dagli investitori e dai depositanti.

#### 4.6 Un caso a confronto: il delisting della AS Roma calcio.

Recentemente, la società calcistica AS Roma ha concluso l'operazione di Delisting con la sospensione definitiva della quotazione in borsa. Si tratta di un caso analogo a quanto accaduto con Banca Finnat, in quanto la società sportiva ha, come nel caso Finnat, costituito una società veicolo, **Romulus and Remus Investments**, effettuando una fusione come nel caso della Banca. A questo punto è interessante

analizzare e interpretare i motivi che hanno spinto la società sportiva a cancellare il titolo dal listino azioni.

Quando il gruppo Friedkin ha acquistato il club, questo presentava un forte squilibrio tra costi e ricavi, ed un capitale netto che era in negativo da anni.

Il mercato è molto esigente con la proprietà e richiede spesso dei ritorni che le aziende non sono in grado di garantirgli. Al contrario, un azionista di controllo può decidere di attuare dei piani a lungo termine, a fronte di importanti investimenti iniziali, per portare il valore della società a remunerare successivamente il capitale investito. In questo modo, la società risulta molto più solida e **autonoma** da un punto di vista **finanziario**, ma soprattutto **gestionale**.

Inoltre, come anche riportato in un articolo di Alessandro Giudice<sup>65</sup>, del Corriere dello Sport, calcio e finanza, non vanno dimenticati i vincoli di natura informativa, gli obblighi di trasparenza e, come detto in precedenza per Banca Finnat, costi per mantenere le strutture di controllo.

Le ragioni che hanno spinto la società di calcio ad effettuare l'operazione sono confrontabili quindi con quelle di Banca Finnat. Tuttavia, dall'analisi effettuata è riscontrabile la principale motivazione legata a questo tipo di fusioni: il controllo societario. Con la decisione di procedere al delisting, una società ha l'opportunità di neutralizzare il rischio di mercato associato a potenziali disinvestimenti rapidi da parte degli azionisti. Inoltre, questa mossa attenua le pressioni provenienti dagli azionisti di minoranza, i quali potrebbero altrimenti esigere rendimenti elevati. Questa strategia consente all'azienda di concentrarsi su obiettivi a lungo termine, evitando le oscillazioni e le volatilità del mercato pubblico. Inoltre, senza la costante necessità di soddisfare le aspettative di rendimento del mercato a breve termine, la società può adottare una gestione finanziaria e operativa più stabile, sostenibile e allineata ai suoi obiettivi strategici. La riduzione delle distrazioni legate alle

---

<sup>65</sup> Roma, vincoli e piani futuri: perché conviene il delisting, [www.calcioefinanza.it](http://www.calcioefinanza.it).

dinamiche di mercato permette alla società di focalizzarsi maggiormente sulle esigenze dei clienti, sull'innovazione e sulla crescita organica.

#### **4.7 Conclusioni**

A questo punto dell'analisi condotta è possibile sintetizzare le informazioni raccolte e trarre delle conclusioni. Siamo partiti con la descrizione dell'operazione, illustrando le fasi ed i passaggi principali della fusione inversa, poi attraverso l'avvocato Padula sono stati costruiti i possibili scenari legati all'esito dell'OPA. In seguito, il calcolo del valore azionario di Banca Finnat attraverso il metodo dei multipli dopo il delisting. L'analisi ha evidenziato la coerenza tra il valore attuale e la forchetta del 2022. Tuttavia, il valore si avvicina al limite inferiore della forchetta, sottolineando che le condizioni di contesto potrebbero essere cambiate. A dimostrazione di ciò sono riportate analisi successive che confermano il dato appena riportato.

Quindi è stata analizzata la solidità patrimoniale di Banca Finnat, benché il rapporto riguardante le immobilizzazioni suggerisca che la Banca abbia affrontato investimenti in relazione alla fusione, essa mostra una posizione di liquidità più solida. Dopo l'operazione di fusione, il rapporto tra attività e passività correnti ha registrato quasi un raddoppio, questo incremento potrebbe essere attribuito, come precedentemente accennato, alla rinegoziazione di prestiti preesistenti a tassi di interesse più vantaggiosi, sottolineando una crescente fiducia degli investitori nei confronti della banca.

A dimostrazione di ciò l'aumento del rapporto tra margine di interesse e margine di intermediazione, post fusione, che suggerisce come l'efficienza dell'attività bancaria Finnat sia aumentata. Ad oggi l'attività bancaria, di erogazione prestiti e concessione depositi, ha maggiore rilevanza sugli utili. Questo dato rafforza l'ipotesi precedentemente illustrata sull'analisi della liquidità.



Tuttavia, è ragionevole ipotizzare che, a giudicare anche dal confronto fatto con il delisting della società calcistica Roma, la principale motivazione di quest'operazione fino ad ora trattata sia il cambiamento dell'assetto proprietario, avere un assetto proprietario di tipo familiare consente una gestione molto più stabile e certa.

Infine, anche la trasparenza finanziaria rigorosa per le società quotate e le informazioni riguardo fatti di rilievo dettagliate sono un altro motivo per considerare l'ipotesi di uscire dal mercato azionario. La pressione dell'attività di vigilanza spesso è molto onerosa da un punto di vista monetario e temporale. Da ultimo anche i costi per mantenere le strutture di controllo, come, ad esempio, costi del personale di vigilanza, costi di governance corporativa, costi legali e costi di conformità sono oneri rilevanti da prendere in considerazione rispetto alla scelta di delistare o meno.

## **Bibliografia**

Berk, J.B. and DeMarzo, P.M. (2017) *Corporate finance*. Boston: Pearson.

Bilancio 31 dicembre 2022 Banca Finnat, novantatreesimo esercizio sociale.

Relazione trimestrale Banca Finnat settembre 2022

Brealey, R.A. (2020a) *Principi di Finanza Aziendale*. Milano etc.: McGraw-Hill Education.

Dalocchio, M. *et al.* (2021) *Mergers & Acquisitions*. Milano: Egea.

Damodaran, A. (2012) *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New Jersey: Wiley, John Wiley & Sons.

DePamphilis, D. (2017) *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. San Diego, London: Academic Press.

Fazzini, M. (2022) *Due diligence*. Milano: Wolters Kluwer.

Fleuriet, M. (2019) *Investment Banking explained: An insider's guide to the industry*. New York: McGraw-Hill Education.

- Fontana, F. and Caroli, M. (2017) *Economia e Gestione delle imprese*. Milano etc.: McGraw-Hill libri Italia.
- Franceschi, L.F. and Comi, L. (2015) *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda: La stima del valore del capitale delle Imprese Industriali, delle utilities, delle Aziende Bancarie E Assicurative*. Milano: EDUCatt.
- Gaughan, P.A. (2018) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
- Lipczynski, J., S., W.J.O. and Goddard, J.A. (2017) *Industrial Organization: Competition, strategy and policy*. Harlow, England: Pearson.
- Manzini, P. (2022). *Diritto antitrust dell'Unione europea*. G Giappichelli Editore.
- MARMOL, T.D. (2023) *La matrice di Crescita BCG Teorie e Applicazioni; La chiave della gestione del portafoglio*. S.l.: 50MINUTES COM.
- Miller, E.L. and Segall, L.N. (2017) *Mergers and acquisitions: A step-by-step legal and practical guide*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Mishkin, F.S. and Eakins, S.G. (2023) *Financial Markets and Institutions*. Upper Saddle River: Pearson.
- Moscianese, J. and Panico, R.C. (2022) *Le Operazioni di M&A Fra Regolamentazione e Concorrenza*. Torino: Giappichelli.
- Pasini, C.S. (2016) *Economia Industriale: Economia dei Mercati Imperfetti*. Roma: LUISS University Press.
- Pedriali, F. (2006) *Analisi Finanziaria e Valutazione Aziendale: La Logica applicativa con I Nuovi Principi Contabili Internazionali*. Milano: Hoepli.
- Reed, S.F., Lajoux, A.R. and Nesvold, H.P. (2007) *The art of M&A: A merger/acquisition/Buyout Guide*. New York: MacGraw-Hill.
- ROTHAERMEL, F. (2023) *Ise Strategic Management Concepts*. S.l.: MCGRAW-HILL EDUCATION.
- S., F.M.E. (2017) *Mergers and acquisitions basics: The key steps of acquisitions, divestitures, and Investments, 2nd edition*. Wiley & Sons Canada, Limited, John.
- Sherman, A.J. and Hart, M.A. (2009) *Mergers & acquisitions from A-to-Z latest trends and Best Practices for Structuring Profitable Deals*. New Delhi: Jaico Publishing.

Strozzi, G. *et al.* (2021) *Diritto dell'Unione Europea: Parte speciale*. Torino: Giappichelli.

*20 Anni di M & A: Fusioni E acquisizioni in Italia dal 1988 Al 2010* (2010). Milano: EGEA.

## **Sitografia**

[www.agcom.it](http://www.agcom.it)

[www.eurlex.eu](http://www.eurlex.eu)

[www.statista.com](http://www.statista.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.BCG.com](http://www.BCG.com)

[www.Bancad'Italia.it](http://www.Bancad'Italia.it)

[www.group.mercedes-benz.com](http://www.group.mercedes-benz.com)

[www.pitchbook.com](http://www.pitchbook.com)

[www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com)

[www.bancafinnat.it](http://www.bancafinnat.it)

[www.marketscreener.com](http://www.marketscreener.com)

[www.investing.com](http://www.investing.com)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.bancagenerali.com](http://www.bancagenerali.com)

[www.bancamediolanum.it](http://www.bancamediolanum.it)

