

Le operazioni che hanno portato alla nascita
della PayTech leader in Europa:
le fusioni di Nexi con Nets e SIA

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

CORRELATORE

Franco Giusti
Matr. 732241

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

Indice

• Introduzione	1
• Capitolo 1	3
• Descrizione ed analisi del settore Fintech e delle società protagoniste dell'operazione	3
1.1 Lo sviluppo del Fintech e dei pagamenti digitali	3
1.1.1 Il Fintech: origini, ostacoli e opportunità.....	3
1.1.2 Il segmento Paytech.....	5
1.2 Nexi: la società capogruppo.....	7
1.2.1 Le attività principali del gruppo Nexi.....	8
1.2.2 Banche partner e fornitori	11
1.2.3 Il modello di business	12
1.3 La società target: Nets	14
1.3.1 Le principali attività di Nets	15
1.3.2 Clienti e fornitori.....	19
1.3.3 Il modello di business	20
1.4 La società target: SIA	21
1.4.1. Le principali attività del gruppo SIA.....	23
1.4.2 Contesto competitivo dei settori di riferimento	24
1.4.3 Fornitori, clienti e modello di business.....	27
• CAPITOLO 2	29
• L'operazione straordinaria: la fusione	29
2.1 Aspetti generali.....	29
2.1.1 Le diverse tipologie di fusione	29
2.1.2 Caratteri strutturali dell'operazione.....	30
2.1.3 Finalità di concentrazione.....	31
2.2 Aspetti principali della normativa italiana e documenti cardine	32
2.2.1 Il progetto di fusione	33
2.2.2 La relazione dell'organo amministrativo	34
2.2.3 La relazione degli esperti	35
2.2.4 Decisione in ordine alla fusione	36
2.2.5 Effetti	37
2.3 Gli elementi quantitativi	39
2.3.1 Divieto di assegnazione di azioni o quote e deroga ai limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie	39
2.3.2 Il rapporto di cambio	39
2.3.3 Le differenze di fusione	41
2.4 Il processo valutativo e i metodi utilizzati	42

2.4.1	Problematiche di valutazione nella fusione	45
2.4.2	Discounted cash flow	47
2.4.3	Metodo dei multipli di mercato: approccio delle società comparabili e approccio delle transazioni comparabili	49
2.4.4	Sum of the parts	53
•	CAPITOLO 3	55
•	La fusione tra Nexi e Nets	55
3.1	Illustrazione dell'operazione e motivazioni della stessa	55
3.1.1	Descrizione dell'operazione.....	55
3.1.2	Motivazioni della fusione.....	59
3.2	Valori attribuiti a Nets nell'operazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio	60
3.2.1	L'approccio valutativo.....	61
3.2.2	L'applicazione del Discounted Cash Flow	62
3.2.3	L'applicazione del metodo dei multipli di mercato	63
3.2.4	L'applicazione del metodo delle transazioni comparabili	63
3.2.5	L'applicazione del "Sum of the parts"	64
3.2.4	Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del rapporto di cambio.....	65
3.3	Rapporto di cambio e assegnazione delle azioni di Nexi agli azionisti di Nets.....	66
3.3.1	L'Earn-out Centurion	67
3.3.2	L'Earn-out EBITDA.....	67
3.4	Effetti della fusione.....	68
3.4.1	Impatto della fusione su azionisti, creditori e dipendenti.....	68
3.4.2	Impatto della fusione sulla struttura azionaria	69
•	CAPITOLO 4	71
•	La fusione tra Nexi e SIA	71
4.1	Illustrazione dell'operazione e motivazioni alla base.....	71
4.1.1	Descrizione della fusione	72
4.1.2	Motivazioni della fusione.....	74
4.2	Valori attribuiti a SIA nell'operazione, criteri e metodi utilizzati ai fini della determinazione del rapporto di cambio	75
4.2.1	Il rapporto di cambio e l'approccio valutativo	76
4.2.2	L'applicazione del Discounted cash flow	78
4.2.3	L'applicazione del metodo dei multipli di mercato	78
4.2.4	L'applicazione del metodo delle transazioni comparabili	79
4.2.5	Difficoltà e limiti riscontrati nella determinazione del rapporto di cambio.....	79
4.3	Procedura di concambio	80
4.4	Effetti della fusione.....	81
4.4.1	Impatto sulla struttura azionaria al verificarsi degli "Scenario A e Scenario B"	81

4.4.2	Impatto sulla struttura azionaria al verificarsi dello “Scenario C”	83
4.4.3	Impatto sulla governance	84
•	CAPITOLO 5	85
•	L’impatto delle operazioni	85
5.1	Valutazione sulla congruità del rapporto di cambio.....	85
5.1.1	Valutazione Nexi attraverso l’applicazione del DCF	85
5.1.2	Valutazione Nexi attraverso l’applicazione del metodo dei multipli	93
5.1.3	Valutazione Nets: attraverso l’applicazione del DCF.....	94
5.1.4	Valutazione Nets attraverso l’applicazione del metodo dei multipli di mercato	101
5.1.5	Valutazione SIA attraverso l’applicazione del DCF	101
5.1.6	Valutazione SIA attraverso l’applicazione del metodo dei multipli di mercato	107
5.1.7	Determinazione dei rapporti di cambio ed esito della valutazione	108
5.1	Il percorso di trasformazione di Nexi per diventare la Paytech europea.....	109
5.2	La reazione dei mercati rispetto alle operazioni di fusione e analisi dei recenti risultati..	114
5.4	Considerazioni finali.....	117
•	Bibliografia e sitografia	118
•	RIASSUNTO	122

INTRODUZIONE

L'argomento trattato nel seguente elaborato si sostanzia di due operazioni straordinarie che il Gruppo italiano Nexi ha attuato negli ultimi due anni perseguendo l'obiettivo strategico di creazione del gruppo leader in Europa nel settore dei pagamenti digitali.

In particolare, le operazioni straordinarie di cui si tratterà sono le operazioni di fusione per incorporazione di Nets Toco 2 S.à r.l., appartenente al gruppo Nets con sede in Danimarca, e di SIA S.p.A., società con sede in Italia, entrambe operanti nel settore *Paytech*.

Le fusioni oggetto di analisi sono state scelte sia perché si pongono alla base del progetto di trasformazione del Gruppo Nexi, implementato al fine di permettere a quest'ultima di competere con i maggiori *player* a livello europeo e di conquistare la guida della classifica in termini di risultati, sia perché presentano delle caratteristiche di interconnessione reciproca tanto peculiari da renderne particolarmente interessante l'analisi. Le operazioni, avviate nel 2020, hanno attirato una forte attenzione nei confronti della maggior parte degli analisti per via della loro dimensione, per l'estensione degli effetti creati, e soprattutto per la contestualità che le contraddistingue, infatti, le maggiori testate giornalistiche in ambito economico hanno seguito gli sviluppi di tali fusioni dalle origini fino al loro completamento avvenuto tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022.

Lo scopo principale dell'elaborato, quindi, è quello di dimostrare, attraverso l'illustrazione delle operazioni e dei dati ad esse connessi, che queste ultime hanno giocato un ruolo fondamentale nell'ascesa del Gruppo italiano e nei conseguenti mutamenti a cui si è assistito nello scenario del mercato *Paytech* in Europa.

Al fine di pervenire al raggiungimento di tale scopo si partirà da un'illustrazione generale del settore in cui le aziende coinvolte nelle operazioni operano e da una descrizione delle società insieme alle principali attività che caratterizzano il loro business.

Successivamente, al fine di comprendere al meglio il tema trattato, vedremo gli elementi principali delle operazioni straordinarie di fusione sotto un profilo teorico e le caratteristiche rilevanti dei metodi di valutazione utilizzati dalle società ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Si passerà, in seguito, alla trattazione delle fusioni entrando nel vivo delle operazioni e sviscerando tutti gli aspetti rilevanti al fine di pervenire ad una visione completa delle stesse e di poterne percepire la rilevanza a livello economico.

Nell'ultimo capitolo vengono illustrati i risultati di un esercizio valutativo concernente l'applicazione dei metodi di valutazione che le società hanno dichiarato di aver utilizzato al fine di fornire un giudizio riguardo la congruità del rapporto di cambio individuato dal Gruppo, per poi andare ad illustrare il processo di trasformazione di Nexi in cui le operazioni con Nets e SIA si inseriscono, e ad analizzare gli effetti che queste ultime hanno generato, allargando la prospettiva sul contesto europeo.

Per l'elaborazione delle analisi effettuate ci si è avvalsi, in particolar modo, dei progetti di fusione e delle relative relazioni dei Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alle operazioni, nonché dei bilanci a livello consolidato disponibili.

CAPITOLO 1

DESCRIZIONE ED ANALISI DEL SETTORE FINTECH E DELLE SOCIETÀ PROTAGONISTE DELL'OPERAZIONE

1.1 Lo sviluppo del Fintech e dei pagamenti digitali

1.1.1 Il Fintech: origini, ostacoli e opportunità

La parola *Fintech* nasce dal connubio di due termini di origine anglosassone: *Financial* e *Technology*.

Nel gergo economico il termine *Fintech* viene utilizzato in riferimento all'evoluzione degli strumenti finanziari dovuta all'avanzamento tecnologico e, per tale ragione, Banca d'Italia gli attribuisce la seguente definizione: “*Con il termine Fintech si indica l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica*” (Banca d'Italia, 2017, *Fintech in Italia*).

Il Fintech è un fenomeno che ha interessato la maggior parte dei *financial services* (servizi di finanziamento, di investimento, di pagamento, di consulenza) portando ad un cambiamento di enorme risonanza in tutto il settore economico-finanziario caratterizzato al giorno d'oggi da una dinamicità spinta dall'esponenziale velocità dell'evoluzione tecnologica.

Anche il *Financial Stability Board* (associazione il cui scopo è monitorare il sistema finanziario mondiale) si è lanciata nel tentativo di dare una definizione a tale fenomeno senza caricarla di rigidità in modo da rispettare il suo distintivo dinamismo descrivendolo come: “*un'innovazione finanziaria tecnologicamente abilitata che potrebbe tradursi in nuovi modelli di business, applicazioni, processi o prodotti con un effetto concreto sui mercati, sulle istituzioni finanziarie e sulla prestazione di servizi finanziari*”.

Con l'avvento di Internet nel XXI secolo si era già registrata una primordiale percezione di mutamento dei mercati finanziari, infatti, alcuni economisti definiscono tale periodo come l'epoca del *Prefintech*.

Il cambiamento che si percepiva era legato alla possibilità messa a disposizione da diversi istituti finanziari a beneficio dei propri clienti nell'effettuare molteplici operazioni finanziarie mediante l'utilizzo delle nuove piattaforme informatiche (*online banking, mobile payments, online trading ecc...*) a costi e tempi sensibilmente meno elevati rispetto alla tradizionale offerta dei medesimi servizi, il che si traduceva in un'efficienza in linea con il sorgere delle nuove tecnologie.

La crisi che colpì l'economia mondiale nel 2008 portò al vero e proprio cambiamento nel settore finanziario rappresentato dalla nascita delle prime startup *Fintech* che in quel contesto riuscirono a farsi strada per poi diventare delle vere e proprie aziende leader di settore.

Il *crack* finanziario dovuto alla famosa crisi di mutui *subprime* americani portò alla manifestazione di due circostanze che giovarono enormemente all'evoluzione e all'espansione delle aziende sopracitate. In primis, lo scoppio della bolla finanziaria che generò il crollo dell'economia mondiale fu immediatamente seguito dall'attuazione di riforme e dall'emanazione di norme che andavano a distinguere le tradizionali attività relative alla raccolta del risparmio ed al credito dalle attività d'investimento finanziario. In secondo luogo, le

vicende e gli scandali che si celavano dietro gli avvenimenti di quegli anni portarono ad una sfiducia generale degli investitori e dei risparmiatori nei confronti delle banche tradizionali e di conseguenza furono attratti da servizi in grado di garantire un monitoraggio dei risparmi e degli investimenti in prima persona proprio come quelli offerti dalle società *Fintech*, la cui primaria caratteristica risulta essere proprio la trasparenza.

Un'analisi di quelli che possono essere stati i fattori che hanno condotto al successo di tale fenomeno nel sistema finanziario odierno ci conduce all'individuazione di diversi elementi chiave.

L'evoluzione tecnologica che vede come evento cardine la nascita di Internet, costituisce senza dubbio il principale elemento di successo del *Fintech*, infatti, ha consentito l'avvio di un fortissimo processo di mutamento sociale in termini di aumento delle aspettative dei soggetti che si interfacciavano nei confronti dei mercati, delle società operanti nel settore, delle imprese e delle organizzazioni, che a loro volta si sono dovute adattare all'ondata di cambiamento mediante l'implementazione di moderni strumenti tecnologici con l'obiettivo di supportare i molteplici servizi finanziari tradizionali.

La crescente disponibilità di capitali e di fondi per le imprese che implementano servizi e progetti legati al mondo della *Tecnofinanza* rappresenta senza alcun dubbio un elemento chiave aggiuntivo rispetto a quello dell'evoluzione tecnologica non di poco conto. Basti pensare che secondo le più recenti analisi il valore del transato al 2021 ammontava a circa 6000 miliardi di dollari e secondo le stime è destinato a toccare la soglia dei 9500 miliardi entro il 2025.

Il mercato dei servizi *Fintech* al 2021, in base alle ultime analisi, registrava un fatturato totale di circa 140 miliardi di dollari ed una raccolta di investimenti pari a circa 120 miliardi, numeri che rendono chiara una veloce espansione del fenomeno trainata soprattutto dai segmenti del *Digital Payments* e di *Personal Finance*, le cui stime portano ad attendere una crescita del 14% tra il 2020 e il 2025.

Al fine di completare l'analisi degli elementi chiave che hanno portato all'ascesa del fenomeno in questione, non è da sottovalutare l'enorme beneficio di cui hanno goduto le aziende operanti in tale settore dagli interventi delle autorità regolamentari e dei governi, i quali, fornendo linee guida e supporto regolamentare, hanno perseguito l'obiettivo di evitare ostacoli allo sviluppo del *Fintech* dimostrandosi sin dalle origini volenterosi nell'affiancare il suo sviluppo, adempiendo nel contempo al loro dovere di tutela e di garanzia nei confronti degli investitori.

Un importante aspetto su cui porre l'attenzione in riferimento al mondo *Fintech* e alle aziende che vi operano è costituito dagli ostacoli all'ingresso dei mercati finanziari.

Stabilità finanziaria, tutela del risparmiatore, vigilanza prudenziale, sono solo alcuni dei principi su cui si basa il mondo dei mercati finanziari, terreno di gioco delle aziende *Fintech*. Tutto ciò demarca un ambiente fitto di ostacoli all'ingresso di cui i *player* del settore devono necessariamente tener conto per poter penetrare il mercato.

La complessità che caratterizza l'ingresso nel settore in analisi è in primo luogo da ricondurre alla forte regolamentazione che lo contraddistingue, e per questo è possibile accedervi e operarvi solo se si è in possesso

di determinati requisiti previsti da specifiche norme portando ad una maggiore difficoltà per gli investitori, data l'enorme mole di leggi esistenti a livello nazionale ed internazionale.

Un ruolo cruciale nel settore *Fintech* è poi da attribuire alle Autorità di Vigilanza aventi il duplice compito di rilasciare un'autorizzazione ai soggetti che intendono operare nei mercati finanziari insieme a quello di svolgere un'attività di monitoraggio continua in modo da garantire il rispetto di determinati parametri e condizioni definiti dalla normativa vigente.

A titolo esemplificativo in Italia le attività sopra indicate vengono svolte da Banca d'Italia, che assicura la stabilità monetaria e finanziaria perseguendo l'obiettivo di uno sviluppo duraturo dell'economia attraverso la vigilanza su banche ed intermediari finanziari; dalla CONSOB che ha il compito di garantire la trasparenza all'interno del mercato allo scopo di tutelare gli investitori e assicurare la ricezione da parte di questi ultimi di tutte le informazioni necessarie per poter attuare gli investimenti; e dall'IVASS (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni) che vigila sull'attività delle società assicuratrici a tutela dei soggetti assicurati.

Gli ultimi due elementi di cui bisogna tenere in considerazione in relazione agli ostacoli all'ingresso dei mercati finanziari sono legati ai requisiti di capitale e organizzativi imposti dalla legge che variano a seconda del Paese di riferimento, nonché alle ingenti risorse di capitale necessarie per poter far fronte a tutti gli impegni connessi alla compliance con lo scopo di tutelare i propri clienti e di evitare ritorsioni su altri soggetti.

L'analisi del settore *Fintech* appena effettuata è di fondamentale importanza per poter capire quanto il fenomeno abbia impattato sui mercati economico-finanziari e per poter avere un'idea chiara del contesto in cui operano le società Nexi, Nets e SIA, protagoniste delle operazioni straordinarie che analizzeremo nei prossimi capitoli, nonché leader a livello internazionale nel segmento *Paytech* la cui descrizione sarà il tema principale del paragrafo successivo.

1.1.2 Il segmento Paytech

Il mercato dei pagamenti negli ultimi anni è stato protagonista di un profondo mutamento generato dalle nuove possibilità messe a disposizione dalla tecnologia di ultima generazione (*Distributed Ledger Technology, Artificial Intelligence, Open API*) in grado di abilitare servizi innovativi e facilitare la collaborazione tra le società operanti nel settore.

Con il termine *Paytech* si fa riferimento, infatti, alle aziende attive nel mercato dei pagamenti digitali, e al giorno d'oggi, secondo uno studio condotto da Mediobanca, quelle che registrano ricavi superiori al miliardo risultano essere 25 a livello mondiale, con numeri sensibilmente rilevanti a dimostrazione dell'obiettivo della maggior parte dei Paesi evoluti e protagonisti dello scenario economico-finanziario odierno della cosiddetta *cashless society*.

Il mercato in questione è senza dubbio destinato a crescere, infatti, stando alle ultime analisi, nonostante la flessione dovuta alla pandemia che ha messo in crisi l'intera economia mondiale nel 2020, il giro d'affari ammonta a circa 110 miliardi di dollari.

Open banking, fattori macroeconomici in continuo mutamento e digitalizzazione dell'economia sono gli elementi principali che hanno portato al radicale cambiamento dello scenario globale dei pagamenti facendo sorgere la necessità da parte dei colossi bancari di dover competere con *BigTech*, *Challenger Bank* e nuove piattaforme tecnologiche.

Osservando il mercato è possibile individuare tre *driver* principali che influenzano i pagamenti digitali: fattore macroeconomico, accesso e diffusione delle infrastrutture di mercato, propensione all'utilizzo e all'accettazione dei pagamenti digitali. Questi tre elementi insieme alle iniziative dello Stato e dei *Regulator* condizionano gli andamenti relativi a tale contesto.

Una ricerca condotta dalla società PwC ha evidenziato come l'analisi dei *driver* sia in grado di spiegare l'andamento in crescita del mercato *Paytech* in Italia, territorio in cui la società Nexi, protagonista delle operazioni straordinarie di cui tratteremo in dettaglio nei capitoli successivi, è leader di settore.

Partendo dal fattore macroeconomico, lo studio denota che i consumi, in generale, influiscono sul mercato dei pagamenti digitali in relazione ai cicli di contrazione e di espansione dell'economia. Tuttavia, la sola crescita dei consumi tra il 2015 e il 2019 (+1,68%) non è in grado da sola di giustificare l'aumento che si è registrato per il segmento dei pagamenti digitali (+11), e per questo è fondamentale soffermarci anche sugli altri due *driver* individuati.

Per quanto concerne l'accesso e la diffusione delle infrastrutture di mercato è importante tenere in considerazione diversi elementi come, ad esempio, i dispositivi per l'accettazione dei pagamenti digitali, le soluzioni di pagamento sistematiche avviate da player privati e dallo stato, e i servizi di pagamento alternativi sviluppati dalle *Fintech*.

In Italia la media di numeri di POS presenti è di circa 59 terminali ogni 1000 abitanti, dato sicuramente positivo se si pensa che la media europea è pari a circa 33 terminali ogni 1000 abitanti.

Una considerazione fondamentale da fare, inoltre, è quella relativa alla tendenza in crescita supportata soprattutto dalle iniziative del Regolatore che si sono succedute nel tempo come, ad esempio, l'obbligo di accettazione dei pagamenti tramite POS anche per piccoli importi.

Nell'ultimo periodo, inoltre, sia il comparto pubblico che quello privato si sono mossi in direzione della solidità ed efficienza dell'infrastruttura dei *digital payments* promuovendo iniziative volte a favorire il processo di diffusione (PAGO PA, Bancomat Pay, ecc.).

Il ruolo che le *Fintech* hanno svolto in tale processo innovativo del mercato dei pagamenti è di fondamentale importanza, infatti, nel 2019 il mercato domestico contava 46 società attive in tale contesto (+28% rispetto al 2018) con un turnover pari a 129 miliardi, a testimoniare l'attrattiva del comparto.

In ultima analisi è altrettanto rilevante l'aspetto sociale legato alla propensione all'uso dei pagamenti digitali da parte dei consumatori e alla propensione degli esercenti ad accettarli.

In tal senso emerge che l'Italia risulta non essere in linea con la media europea nell'adozione dei *digital payments* sebbene stia crescendo ad un tasso maggiore (circa 77 transazioni pro-capite vs 177).

Dei 25 leader di settore a livello mondiale le prime 5 per fatturato sono americane mentre in Europa a guidare la classifica c'è la francese Worldline con un fatturato pari a circa 4,8 miliardi su base *pro-forma*.

Nexi si trova in questo momento in quarta posizione sul territorio europeo ma il consolidamento delle operazioni di fusioni con Nets e con SIA, come vedremo meglio successivamente, punta proprio a scalare la graduatoria e posizionarsi al primo posto nei prossimi anni.

1.2 Nexi: la società capogruppo

Il Gruppo Nexi, grazie alle *partnership* con 150 istituti bancari, gestisce transazioni legate a circa 43 milioni di carte di pagamento riferibili a circa 30 milioni di titolari e 900.000 esercenti.

L'insieme di tecnologie a disposizione del Gruppo permette la connessione tra banche, esercenti, aziende e consumatori, in modo da consentire l'esecuzione e la ricezione di pagamenti digitali.

Alla base del business, come già anticipato, ci sono rapporti duraturi con circa 150 banche partner, le quali ricoprono più dell'80% del comparto bancario in Italia.

La crescita di Nexi è dovuta sia ad uno sviluppo di tipo organico, sia alla concretizzazione di acquisizioni che hanno generato sinergie nel tempo.

La storia di tale società inizia nel 1939 quando sei banche operanti sul territorio nazionale decisero di costituire una società in grado di fornire un'infrastruttura bancaria ad hoc per la rete delle banche cooperative italiane: la *ICBP*. Nel perseguire tale scopo il Gruppo ha progressivamente accresciuto il ventaglio di servizi offerti, mirando allo sviluppo tecnologico dei pagamenti e alla guida del mutamento del mercato in Italia durante gli anni successivi.

Dall'analisi del periodo che ha preceduto le operazioni con Nets e SIA emerge che alla chiusura dell'esercizio dell'anno 2020 Nexi ha gestito complessivamente un ammontare di transazione relative a circa 43 milioni di carte di pagamento e tenendo conto dell'intera catena di valore lato *acquiring* e lato *issuing* le transazioni gestite arrivano ad essere circa 5,7 miliardi per un valore complessivo pari a circa 417 miliardi di euro (196 miliardi di euro in relazione alla catena di valore lato *issuing* e 222 miliardi di euro in relazione alla catena di valore lato *acquiring*).

Per quanto concerne la struttura societaria del Gruppo, Nexi deteneva il 99,27% del Capitale Sociale di Nexi Payments, società di diritto italiano operante nel settore della gestione di pagamenti e dell'emissione di moneta elettronica, iscritta presso l'albo degli *IMEL (Istituti di Moneta Elettronica)*.

Nexi Payments si focalizza sulle tre principali *business line* in cui le attività del Gruppo sono suddivise: *Merchant Services & Solutions*, *Cards & Digital Payments* e *Digital Banking Solutions*.

La *Mercury Payment Services*, società di diritto italiana interamente posseduta da Nexi, è attiva sulle linee di business "Fabbrica Carte" e "Contact Center", attraverso il miglioramento delle tecnologie e dei processi operativi nonché la valorizzazione delle competenze e del proprio *know-how*.

Nexi, inoltre, deteneva il 69,24% (oltre ad una partecipazione indiretta del 1,07% tramite Nexi Payments) del Capitale Sociale di Help Line, società di diritto italiano che opera nell'ambito dei servizi di assistenza pre e post-vendita per i clienti del Gruppo.

1.2.1 Le attività principali del gruppo Nexi

Al fine di una migliore comprensione delle operazioni che andremo ad analizzare nei capitoli che seguiranno è fondamentale capire quali sono le attività svolte dal Gruppo Nexi e come questo definisce il proprio modello di business.

Le attività di Nexi vengono svolte principalmente attraverso tre *business line*: *Merchant Services & Solutions*; *Cards & Digital Payments*; e *Digital Banking Solutions*.

Attraverso la linea di *Merchant Services & Solutions* la società eroga i servizi che consentono agli esercenti di accettare i pagamenti digitali, nonché, in virtù della partnership con le banche, le transazioni effettuate fisicamente presso gli esercizi commerciali e le transazioni digitali realizzate tramite la rete internet (*e-commerce*).

Nexi, inoltre, fornisce *customer services* e servizi amministrativi tramite la società Help Line che abbiamo introdotto nel paragrafo precedente.

La sola *business line* sopra citata al termine dell'esercizio 2020 era stata in grado di generare 550 milioni di euro di ricavi, che equivalgono al 53% dei ricavi dell'intero gruppo.

È Possibile suddividere i servizi offerti da tale *business unit* in servizi di accettazione dei pagamenti (c.d. *acquiring*) e servizi di gestione dei terminali POS.

La società ha strutturato i propri modelli di servizio in base alla diversa relazione instaurata con le banche *partner* ed è quindi caratterizzato da una svariata copertura della catena del valore con attività che possono essere sia gestite internamente che esternalizzate a seconda del modello di servizio. Possiamo individuare, quindi, svariati modelli di cui il gruppo usufruisce per poter svolgere le proprie attività: *Diretto*, *Referral*, *Licensing*, *Associate*, *Servicing*.

Volendo meglio analizzare quelle che sono le due macro categorie di servizi erogati da Nexi indicate precedentemente, possiamo dire che per servizi di pagamento lato *acquiring* si intende quel complesso di servizi che consentono agli esercenti l'accettazione dei pagamenti con carta o mediante ulteriori strumenti digitali che appartengono a circuiti di credito e debito, mentre, per gestione dei POS si fa riferimento alla totalità dei servizi legati alla configurazione, attivazione e manutenzione dei terminali, nonché all'integrazione all'interno del software di contabilità dell'esercente, all'erogazione di servizi antifrode, alla gestione del contenzioso e all'assistenza dedicata ai clienti mediante call center.

Come anticipato precedentemente la società copre i diversi livelli della catena del valore in relazione al modello di servizio.

Nel modello *Diretto* e in quello *Referral*, Nexi opera in maniera diretta con specifici grandi esercenti, attraverso la definizione di condizione economiche e politiche commerciali nei confronti di questi ultimi. Per

quanto attiene gli esercenti serviti mediante il modello *Referral*, le banche partner, attraverso la loro rete distributiva, dopo aver individuato i *merchants*, distribuiscono, prevalentemente in *bundle*, i servizi lato *acquiring* e gestione terminali erogati dal Gruppo.

Nei modelli *Licensing*, *Associate* e *Servicing*, che si basano sulle partnership, Nexi, nell'erogazione dei servizi lato *acquiring* e gestione POS utilizza la rete di filiali e le relazioni esistenti per acquisire e gestire la clientela di appartenenza delle banche partner mettendo a disposizione, al contempo, le proprie *expertises* e le specifiche competenze nell'ambito degli aspetti tecnologici e di servizio. In tal caso, sono le banche partner a definire le condizioni commerciali ed economiche previste per i *merchants* ricoprendo il ruolo di *acquirer* a livello *retail*. In relazione alle previsioni degli accordi contrattuali esistenti tra le banche partner e Nexi si va a definire il perimetro di servizi che quest'ultima eroga nei confronti dell'esercente.

I servizi legati alla gestione dei terminali POS, invece, vengono disciplinati da accordi contrattuali di tipo bilaterale o trilaterale, indipendentemente dalla tipologia di partnership esistente con le banche partner. Nei contratti strutturati bilateralmente i servizi offerti da Nexi vengono fatturati in forma aggregata alla banca partner, che è esclusivamente responsabile per quanto attiene la contrattualizzazione dei clienti esercenti (*merchants*) per tale tipologia di servizi. Nel contratto strutturato trilateralmente, invece, Nexi corrisponde alle banche *partner* una fetta dei ricavi generati, fatturando i servizi POS in modo diretto agli esercenti.

Passando alla seconda *business unit* attraverso cui Nexi svolge le proprie attività, vediamo che mediante la divisione *Cards & Digital Payments* il Gruppo, in cooperazione con le banche partner, eroga una serie di servizi cosiddetti "*issuing*".

Per servizi lato *issuing* si intende quell'insieme di servizi che consentono l'approvvigionamento, l'emissione e la gestione delle carte di pagamento per privati e aziende, attraverso l'utilizzo di sistemi antifrode all'avanguardia che garantiscono affidabilità, rapidità e sicurezza dei sistemi di autenticazione degli utenti e la velocità di esecuzione delle operazioni di pagamento. Oltre questo, Nexi, eroga servizi amministrativi come il tracciamento dei pagamenti e la preparazione degli estratti conto mensili, servizi di *data analysis* e supporto nella definizione dei prezzi, *customer services* e gestione dei *claims*, nonché, mediante campagne promozionali e programmi fedeltà, servizi di comunicazione e sviluppo della clientela.

Infine il Gruppo, attraverso questa linea di business, insieme alle banche partner, fornisce servizi bancari di affidamento creditizio e i servizi legati alla valutazione del *credit score* nell'ambito dell'emissione e gestione di carte di pagamento e in funzione degli accordi di servizio impiegati.

Alla conclusione dell'anno 2020 la *business line Cards & Digital Payments*, aveva generato ricavi per un ammontare pari a 380 milioni di euro, che costituivano il 36% dei ricavi totali generati da Nexi a livello di Gruppo.

Quando le carte di pagamento vengono emesse in partnership con le banche, le attività di emissione e le relative commissioni vengono ripartite tra Nexi e la banca partner, infatti, il Gruppo provvede alla gestione dell'autenticazione e della finalizzazione dei pagamenti.

Nexi, in linea generale, genera i propri ricavi in maniera diretta dai clienti titolari di carte di pagamento sotto forma di quote di gestione carte e commissioni da servizi e dagli *acquirer* dei *merchants* mediante circuiti internazionali (c.d. commissioni interbancarie) e retrocede una parte di questi ricavi alle banche partner.

I costi sostenuti dal Gruppo sono soprattutto relativi alle c.d. *scheme fee* (commissioni verso i circuiti di pagamento internazionali) e agli eventuali oneri finanziari legati alla dilazione dei pagamenti concessi in favore dei titolari di carte.

Talvolta, Nexi ottiene commissioni provenienti dalle banche partner che vengono calcolate in base ai volumi generati in proporzione ai principali *driver di business* (ad esempio numero delle transazioni, *stock* carte e valore transato). Nexi, in relazione al sistema delle commissioni e al loro ammontare, prevede una *review* annuale o all'occorrenza con una successiva fase di accettazioni delle eventuali modifiche da parte delle banche *partner*.

Come abbiamo già anticipato all'inizio del paragrafo, l'ulteriore *business line* attraverso cui il gruppo Nexi svolge le proprie attività è quella della *Digital Banking Solutions* le cui attività sono volte a fornire tre diverse tipologie di servizi: Gestione degli ATM, Servizi di *Clearing* e Servizi di *Digital Corporate Banking*.

Nell'anno 2020 questa linea di business ha generato un ammontare di ricavi pari a 114 milioni di euro, che corrispondono all'11% della totalità dei ricavi prodotti dall'intero Gruppo.

Al fine di comprendere in maniera completa il funzionamento di tale divisione dell'azienda andiamo a descrivere nel dettaglio i servizi che vengono forniti elencati in precedenza.

Per quanto concerne la gestione degli ATM, Nexi, per conto di 15 banche partner, si occupa dell'installazione e della gestione di ben 13.000 sportelli. Della totalità degli sportelli che viene gestito da Nexi, un terzo di queste (cioè circa 4300) sono macchine di tipo “*cash in*” che, oltre al tradizionale prelievo di contanti, consentono di depositare contanti. In relazione alle diverse esigenze delle banche partner la modalità di gestione degli sportelli ATM può variare, infatti, può essere prevista la totale gestione di questi ultimi (c.d. “*full fleet*”), oppure la sola parte dei servizi (c.d. *outsourcing*). I ricavi generati dall'erogazione di tale servizio sono rappresentati dalle commissioni che Nexi percepisce dalle banche clienti calcolati in base all'ampiezza del servizio offerto per ciascun ATM, dal numero di sportelli e dal numero di transazioni effettuate.

Nell'ambito dei servizi di *Clearing*, Nexi sul mercato italiano svolge il ruolo di centrale di compensazione (c.d. *ACH - Automated Clearing House*) nel rispetto dei regimi interbancari standard per quanto attiene i pagamenti nazionali ed internazionali. Attraverso l'erogazione del servizio in analisi il Gruppo consente alle banche aderenti di scambiare i flussi che contengono le disposizioni di raccolta e pagamento ed inoltre permette di effettuare il calcolo dei saldi bilaterali e multilaterali che dovranno essere regolati in un secondo momento (c.d. *settlement*). In relazione al servizio appena descritto è di grande rilevanza l'inaugurazione da parte del gruppo del servizio “*ACH Instant Payments*” che opera nell'ambito della gestione dei bonifici istantanei e che grazie alla rapidità di esecuzione e alla continua disponibilità del servizio si differenzia dal *clearing* tradizionale. Le commissioni applicate alle operazioni di compensazione e le tariffe fisse nel caso di operazioni ricorrenti costituiscono la fonte dei ricavi per la fornitura di tale servizio.

Infine, la rimanente tipologia di servizi che il gruppo fornisce attraverso la divisione di *Digital Banking Solutions* è quella di *Digital Corporate Banking* mediante la quale vengono erogati servizi bancari digitali nei confronti della clientela *corporate* delle banche partner gestendo per conto di tali aziende conti correnti e pagamenti che possono essere classificati in quattro diverse categorie:

- Servizi bancari elettronici/mobile: prevedono l'implementazione di piattaforme di *e-banking* dedicate (Nel 2020 Nexi ha erogato circa 480 mila licenze della piattaforma di *e-banking*);
- Servizi *CBI*, pensioni e raccolta: implementazione di sistemi di pagamento che permettano la fornitura di conto correnti di gruppo e piattaforme in grado di gestire pagamenti e fornitura del servizio *CBI*, divenuto una centrale di pagamento collegata con le pubbliche autorità che consente la raccolta dei pagamenti e della relativa documentazione.
- *CBI Globe – Open Banking*: erogazione del servizio che consente di interconnettere banche e terze parti mediante sistemi dedicati a semplificare e a rendere più efficiente la gestione dei conti correnti in favore dei clienti prestando servizi sia informativi che dispositivi in modo da sfruttare le opportunità di business generate dalla *PSD2*. Nel 2020 Nexi ha gestito circa 15 milioni di transazioni a vari livelli della catena del valore per conto dei propri clienti.
- Servizi a supporto dei pagamenti digitali e multicanale: erogazione di applicativi per la gestione e l'archiviazione delle fatture, la ricarica delle carte prepagate, il pagamento di bollette, bollettini postali e ulteriori servizi mediante la rete internet, gli smartphones o gli sportelli ATM.

I ricavi di tale *business unit* vengono generati dalle commissioni commisurate all'ammontare di licenze *e-banking*, dai canoni fissi per l'utilizzo ricorrente di alcuni servizi e dalle commissioni legate ai progetti di implementazione e customizzazione delle piattaforme.

1.2.2 Banche partner e fornitori

Sin dalla costituzione del gruppo nel lontano 1939 Nexi vanta relazioni durature con diverse banche. Nel 2020 il Gruppo ha registrato transazioni gestite relative ad un numero di carte di pagamento pari a 43 milioni e un numero di clienti posizionati a vari livelli della catena del valore pari a circa 900.000. I clienti su cui il Gruppo può contare provengono dai rapporti esistenti con le circa 150 banche partner, tra cui sono comprese Intesa Sanpaolo e BMPS che fino al 2020 si sono rivelati due dei più grandi gruppi bancari sul territorio italiano. Nexi ha basato il suo business sull'idea che le banche partner, per via della loro dimensione, siano portate ad esternalizzare le proprie attività, in modo da generare un risparmio di costi relativo alle attività di produzione, processo e controllo.

Per capire l'importanza delle relazioni con le banche partner per il Gruppo Nexi basta analizzare il peso delle prime 5 e delle prime 10 banche clienti della società sull'intero ammontare dei ricavi generati a livello di

gruppo, infatti, parliamo rispettivamente del 39,7% e del 50,7%, numeri che permettono di comprendere che più del 90% dei ricavi del Gruppo è frutto delle relazioni con le istituzioni bancarie.

Per quanto concerne l'aspetto dei fornitori il Gruppo si serve di diverse società terze per l'erogazione di prodotti e servizi legati alla gestione delle proprie attività.

Nexi ha dichiarato che i fornitori più importanti sono:

- *equensWorldline* e SIA per quanto attiene la processazione dei pagamenti (c.d. *processing*) e la stampa e consegna dei resoconti e delle carte;
- *Thales* e *Idemia*, appartenenti al gruppo *Advent*, che forniscono *smart cards* (e personalizzazioni annesse) che rispettano lo standard tecnico *EMV (Europay Mastercard Visa)*;
- *Poynt* che si occupa dell'offerta *SmartPOS*, terminali all'avanguardia che sono caratterizzati da un sistema operativo potente e flessibile basato su *Android*;
- *Igienico Italia* e *Verifone Italia* che forniscono i POS per la business line *Merchant Services & Solutions*;
- Le società fornitrici di ATM per i servizi di gestione degli sportelli erogati da Nexi.

Tra quelli sopracitati il Gruppo stesso ha da sempre evidenziato l'importanza strategica di *equensWorldline* e SIA per quanto concerne il settore del *processing*, anche se Nexi considera la sua gestione delle forniture ottimale e ritiene di non essere dipendente da un singolo fornitore in relazione ad una parte preponderante delle sue attività e di conseguenza di non avere pericolose esposizioni verso uno di questi ultimi.

1.2.3 Il modello di business

I servizi di pagamento offerti da Nexi sono indirizzati a tre diverse tipologie di clienti finali: esercenti, privati e aziende.

Sinteticamente, come abbiamo già analizzato in dettaglio in precedenza, il gruppo offre servizi di pagamento attraverso tre *business line* che lo caratterizzano:

- *Merchant Services & Solutions*: servizi focalizzati all'accettazione dei *digital payments* presso gli esercenti, inclusi quelli on-line;
- *Cards & Digital Payments*: servizi forniti per l'emissione e la gestione delle carte di pagamento, incluse quelle virtuali;
- *Digital Banking Solutions*: servizi di *clearing*, servizi di *digital corporate banking* e servizi di gestione degli sportelli ATM.

Anche se il ruolo ricoperto da Nexi può cambiare all'interno di ciascuna *business line*, ed anche in maniera significativa, è possibile identificare prevalentemente un posizionamento all'interno della catena del valore dei pagamenti.

Infatti, Nexi, nell'ambito del comparto dei pagamenti è in prevalenza responsabile di:

- implementare servizi di pagamento volti a soddisfare determinate esigenze della clientela finale, individuando nuove esigenze e progettando le soluzioni migliori per il loro soddisfacimento, anche attraverso le relazioni con i circuiti di pagamento internazionali;
- gestire le operazioni necessarie al fine di garantire l'offerta dei servizi progettati, monitorando l'assistenza tecnica alla clientela finale e la gestione di frodi e *claims* legati alle specifiche operazioni di pagamento.

Pertanto, la società, nell'offrire i servizi di pagamento ricorre prevalentemente alle partnership con:

- banche commerciali, partner per quanto riguarda la vendita dei servizi alla clientela finale (anche se in alcuni casi tale vendita viene effettuata direttamente da Nexi)
- fornitori di piattaforme tecnologiche, c.d. "*processors*", per l'elaborazione delle singole transazioni di pagamento.

Volendo sintetizzare il modello di business adottato dal Gruppo possiamo dire che Nexi incorpora servizi tecnologici di base, erogati dalle piattaforme tecnologiche, all'interno di prodotti e servizi completi anche di *operations*, progettati per rispondere alle necessità della clientela finale e venduti in prevalenza mediante la rete di banche partner.

Il modello di presidio commerciale che assicura lo sviluppo del mercato insieme alle banche partner è composto da tre direttrici:

- sviluppo strategico delle relazioni commerciali e delle opportunità di business, attraverso *partnership manager* dedicati;
- monitoraggio della qualità dei prodotti/servizi erogati mediante un gruppo operativo di *service manager*;
- ingaggio e formazione della rete distributiva delle banche attraverso un gruppo di *Sales Advisory*.

La gestione delle relazioni con le banche clienti è assicurata proprio dall'operatività di questi team interfunzionali sia per quanto riguarda la funzione di governo commerciale e marketing di prodotti, sia per quanto attiene le funzioni organizzative e di funzionamento delle *operations*.

Attraverso il modello di presidio commerciale appena descritto il Gruppo riesce a mantenere una costante attenzione commerciale sull'intero business, in modo da assicurare un efficace monitoraggio della qualità del servizio erogato e un alto livello di soddisfazione di tutti gli *stakeholder* delle banche clienti.

1.3 La società target: Nets

Il gruppo Nets, che ha stabilito la propria sede principale in Danimarca, oltre ad essere uno dei maggiori *players* sia nel territorio dei Paesi Scandinavi, che rappresenta una delle aree geografiche con il maggior tasso di digitalizzazione a livello globale, sia in altri contesti caratterizzati da un mercato in elevata crescita, costituisce senza dubbio uno dei principali gruppi societari in Europa attivo nel comparto dei *digital payments*. Il gruppo Nets nasce nel 2010 quando le tre società, operanti nel settore dei pagamenti, *PBS*, con sede in Danimarca, *BBS* e *Teller*, entrambe aventi sede operativa in Norvegia, decisero di fondersi. Successivamente all'acquisizione della società *Luttokunta*, leader in Finlandia nel mercato in analisi, avvenuta nel 2012, Nets diviene uno dei principali player nel settore dei pagamenti digitali.

Lo sviluppo della società che ha caratterizzato gli ultimi tre anni, generando una rapida crescita del suo *core business*, è dovuto ad una serie di investimenti che hanno portato ad un positivo mutamento societario sia in modo organico che mediante operazioni di *M&A*. A titolo esemplificativo, di recente, tra le operazioni straordinarie di rilievo che hanno visto come protagonista il gruppo Nets, si evidenziano la fusione con *Concardis GmbH* ("*Concardis*"), avvenuta nel 2019, che ha permesso alla società di penetrare il mercato di paesi strutturalmente attrattivi, quali la Germania, la Svizzera e l'Austria, e ancora, si pongono in evidenza le operazioni di acquisizione di *Dotapay/eCard*, *P24* e *PeP*, che hanno garantito la possibilità di espandersi in Polonia, area geografica in forte crescita. Un'ulteriore operazione importante che ha caratterizzato gli ultimi anni di vita del gruppo Nets e che ha consentito alla società di ricondurre con successo il proprio modello sulle attività rientranti nel *core business*, rappresentate dai *Merchant Services* (che hanno prodotto il 61% dei ricavi nel 2020) e dagli *Issuer & eSecurity Services* (che hanno prodotto il 39% dei ricavi nel 2020), è costituita dalla cessione delle attività relative ai *Customer Services* (c.d. *account-to-account*) nei confronti di *Mastercard*, che ha permesso di far incassare a Nets un importo netto pari a 2850 milioni di euro e di effettuare la riconversione del business come prima anticipato.

Analizzando i numeri che il gruppo Nets è riuscito a generare nell'anno precedente l'avvio dell'operazione di fusione con Nexi, emerge che nel 2020 la società ha registrato ricavi su base *pro-forma* per 1.019 miliardi di euro, con un *EBITDA pro-forma* pari a 367,7 milioni di euro, grazie soprattutto alle operazioni di cessione delle attività *account-to account* e alle recenti acquisizioni effettuate nell'area polacca, dimostrando performance che hanno resistito anche alla crisi scatenata dalla pandemia da COVID-19 nell'anno 2020.

1.3.1 Le principali attività di Nets

Il gruppo Nets svolge le proprie attività mediante due *business line* che abbiamo già individuato nel paragrafo precedente: *Merchant Services* e *Issuer & eSecurity*. Durante l'esercizio del 2020 le due divisioni (c.d. *Revenue Generating Unit* o anche "RGU") hanno permesso alla società di generare transazioni legate a oltre 740.000 esercenti e con più di 250 istituti finanziari, inoltre, hanno garantito la gestione di transazioni legate ad oltre 40 milioni di carte di pagamento, con un volume del transato che si aggira a circa 125 miliardi di euro annui lungo l'intera catena del valore lato *acquiring*. Non di minor rilievo è il progetto di elaborazione di un'importante offerta in ambito *e-commerce* concretizzata dal gruppo nell'ultimo triennio che copre più regioni.

Per poter comprendere al meglio come il gruppo opera è di fondamentale importanza andare a descrivere più dettagliatamente le linee di business che caratterizzano il modello della società.

Mediante la linea di business *Merchant Services*, Nets eroga alle società di grandi dimensioni e alle PMI dei paesi scandinavi i servizi di accettazione dei pagamenti legati a transazioni effettuate fisicamente presso gli esercizi commerciali, digitalmente, tramite dispositivi mobili, tramite la rete internet oppure attraverso altri sistemi c.d. *omni-channel*, sfruttando un'estesa rete di canali di distribuzione, compreso quello proveniente dagli accordi contrattuali con le banche partner, sviluppatori web e rivenditori a valore aggiunto, nonché tramite la vendita diretta.

Gli elementi che hanno permesso a tale gruppo la possibilità di rappresentare per i *merchants* dei vari paesi in cui è attivo una c.d. *one-stop-shop* (termine con cui si indica un'azienda dalla quale i clienti possono ottenere tutto ciò di cui necessitano) sono costituiti soprattutto dall'estensione dei servizi erogati, dalle differenti tipologie di pagamento che possono essere accettate, dalla copertura territoriale e dai servizi a valore aggiunto. I servizi offerti da questa linea di business comprendono soluzioni *end-to-end*, che hanno lo scopo di consentire l'accettazione dei pagamenti, in modo da garantire ai *merchants* l'utilizzo di Nets quale fornitore unico relativamente a tutti i servizi di accettazione dei pagamenti. In aggiunta, la società offre un ampio ventaglio di servizi di valore aggiunto ai *merchants*, in relazione alla loro crescita e alle loro mutevoli necessità durante l'intero ciclo di vita commerciale, tra cui, "*Inter Alia*", che gestisce fatture e ricevute, finanziamenti ai consumatori e ai *merchants*, nonché le soluzioni *loyalty* e *omni-channel*. Oltre a quanto detto fin ora, il modello del gruppo prevede la possibilità di erogare i prodotti e i servizi di questa *business line* anche singolarmente e su base personalizzata in relazione alle esigenze della clientela. I prodotti ed i servizi integrati tra loro in questa divisione generano importanti opportunità di *cross selling*, come ad esempio nel caso di clienti "*merchant acquiring*" e clienti legati all'ambito "*payment acceptance*".

Successivamente all'operazione di consolidamento effettuata dal gruppo nell'area scandinava e baltica, Nets è riuscita ad ampliare l'offerta *e-commerce* nell'area orientale dell'Europa (soprattutto mediante l'acquisizione di tre società attive nel territorio polacco). Il perfezionamento dei rapporti con i clienti mediante l'offerta di servizi e prodotti all'avanguardia, il consolidamento della struttura e delle piattaforme interne e l'eccellenza

assicurate durante la fase operativa, gli hanno consentito di intraprendere un processo trasformativo al fine di raggiungere la posizione di azienda leader nel contesto europeo nel comparto dei *Merchant Services*.

Ciò che più di tutto ha permesso al gruppo Nets di accedere a mercati in rapida crescita e significativamente attrattivi sono state la fusione con *Concardis* e le numerose operazioni straordinarie effettuate nella regione c.d. *DACH* comprendente i paesi con le più solide economie sul territorio europeo (Germania, Austria e Svizzera) e nella regione c.d. *CEE/SEE* che comprende i paesi dell'Europa Centro Orientale e Sud Orientale caratterizzate da una elevatissima crescita. Questi interventi, inoltre, hanno condotto la società a operare su scala industriale, garantendo altri investimenti in innovazione e ottimizzazione dei servizi già erogati ai clienti, oltre che all'ampliamento della forza vendita tra le più grandi nell'area geografica europea.

La business line *Merchant Services* nel solo esercizio del 2020 ha avuto in gestione transazioni legate a circa 740.000 *merchants* RGU. La "neutralità" dei servizi lato *acquiring* relativamente alla tipologia di carta di pagamento che si utilizza consente, in virtù eii servizi erogati da Nets, di accettare pagamenti compiuti con carte emesse da diversi emittenti, compresi tutti gli emittenti di carte nazionali ed internazionali.

La gamma di prodotti e servizi offerti che il gruppo Nets vanta sono stati ideati per supportare i *merchants* nei processi di accettazione dei *digital payments* e fornire un'esperienza *omni-channel* alla propria clientela. Tali servizi comprendono soluzioni *merchant acquiring* e di accettazione di pagamenti attraverso *e-commerce* e *m-commerce* (per quanto concerne i clienti che effettuano le vendite tramite internet, anche mediante dispositivi *mobile*), POS (per i *merchants* con sedi fisiche e postazioni di pagamento prive di supervisione), come pure, la possibilità di erogare l'insieme delle soluzioni appena individuate anche in *bundle*. I prodotti ed i servizi offerti per l'accettazione dei pagamenti online funzionano come terminali virtuali che permettono agli acquirenti di completare, da computer o da *smartphone*, le transazioni digitali agevolando le pagine di *check-out* dei siti web. In aggiunta, tutti i terminali POS, sia se offerti in vendita che in affitto, prevedono l'integrazione di software di proprietà della società. Secondo le stime effettuate dal gruppo, risulta che più della metà dei terminali POS che vengono utilizzati per i servizi erogati da Nets sono pensati per accettare pagamenti *contactless*, tramite l'utilizzo della c.d. "*Near Field Communication*", inclusa l'accettazione di portafogli multinazionali *NFC* (ad esempio *ApplePay* e *GooglePay*). Nets Group è da sempre impegnato in modo attivo nella *review* della propria offerta in tale area e progetta l'aggiunta di ulteriori portafogli tra quelli che vengono accettati dai POS dei loro fornitori, come *Alipay*.

Nets ha strutturato la fornitura dei propri prodotti e servizi nell'ambito della business line *Merchant Services* tramite cinque flussi di valore (c.d. *value stream*), che si basano sul "percorso" commerciale del singolo *merchant*, sull'eterogeneità della clientela e sulle necessità che emergono durante il ciclo di vita commerciale. I flussi di valore sono i seguenti:

- *Connect*: questo *value stream* fornisce soluzioni di connettività che consentono ai *merchants* di accedere all'infrastruttura per l'accettazione dei pagamenti e all'esperienza *omni-channel*, necessario data la natura digitale dell'attività del gruppo. Tale flusso di valore comprende servizi di autorizzazione

e configurazione oltre che motori e *gateway* per i pagamenti in ambito *e-commerce*, per quanto attiene le attività online dei *merchants*, e terminali POS, per le attività *In-Store*;

- *Pay*: questo flusso di valore comprende l'infrastruttura primaria per i processi di *acquiring* del gruppo Nets e i servizi collegati a valore aggiunto, i quali consentono ai *merchants* l'accettazione dei pagamenti effettuati dai clienti tramite gli strumenti che agevolano la connettività (*Connect*);
- *Experience*: tramite questo *value stream* il gruppo consente un'esperienza efficiente, efficace e senza soluzione di continuità ai *merchant* nel loro rapporto con Nets. La *business line Merchant Services* attraverso l'automatizzazione e lo snellimento di diversi processi essenziali per l'*on-boarding* e l'assistenza ai clienti, nonché tramite il consolidamento delle informazioni che circolano sulle piattaforme internamente utilizzate per vari gruppi di servizi, offre ai proprio clienti un pacchetto completo di portali per questioni che comprendono, *Inter Alia*, la manutenzione e gestione/self-service degli account, l'*on-boarding* digitale e il recupero di diversi report;
- *Grow & Learn*: il *value stream* in questione include strumenti analitici offerti dal gruppo Nets ai propri clienti. Tali strumenti associano ed esibiscono in modo rapido e agevole i diversi dati legati ai pagamenti relativi ad un determinato *merchant* e, quando il pacchetto include tali funzioni, i dati dei clienti del *merchant* che acconsentono al riconoscimento, rendendo più facile anche lo sviluppo del business dello *merchant* stesso. In aggiunta, tali strumenti analitici sono caratterizzati dalla compatibilità con le *API* (c.d. interfacce di programmazione applicativa) e con un *marketplace* correlato, consentendo di recuperare i dati messi a disposizione ai *merchant* in modo maggiormente integrativo e modulare. Infine, in tal senso, è importante evidenziare che negli ultimi tempi il gruppo è attivo nello sviluppo di strumenti analitici legati all'analisi dei dati in tempo reale e nel programma *event-driven*;
- *Protect*: il gruppo Nets utilizza questo *value stream* al fine di offrire ai propri clienti *merchant* un servizio di gestione del rischio e di individuazione proattiva dei problemi legati alla sicurezza, sia come servizio integrato, sia per quanto attiene i servizi a valore aggiunto, come *odd-on*, con lo scopo di garantire l'auto-monitoraggio e il *white-labelling* all'interno di un'interfaccia utente caratterizzata da intuitività e semplicità nell'utilizzo. Oltre ciò, attraverso tale offerta, il gruppo si pone l'obiettivo di dimostrare ai *merchants* come la collaborazione con quest'ultimo consenta il mantenimento al minimo, se non l'eliminazione, delle frodi e dei rischi relativi ai pagamenti. Il gruppo Nets, tramite questo servizio, che in maniera tecnica, opera come un aggregatore di applicazioni di terzi con *build* e supporto del gruppo, riesce a monitorare e ad assegnare punteggi in relazione al rischio delle transazioni effettuate dai clienti dei *merchants*, in modo da mitigare eventuali sviluppi avversi.

Una volta descritto nel dettaglio la linea di business *Merchant Services*, passiamo all'analisi dell'altra divisione attraverso cui il gruppo Nets offre i propri servizi che prende il nome di *Issuer & eSecurity Services*.

La linea di business *Issuer & eSecurity Services* viene utilizzata dalla società per fornire servizi c.d. *processing* indirizzati a più di 250 emittenti carte di pagamento, in prevalenza rappresentate da banche, e che principalmente sono presenti nell'area geografica scandinava e dell'Europa sud-orientale, oltre ad offrire servizi complementari, che comprendono attività per la soluzione di frodi e *claims* e attività legate alla tecnologia mobile wallet. In questa *business line* sono compresi anche l'operatività e i servizi di elaborazione erogati in relazione ai sistemi nazionali di carte di debito in Norvegia ("*BankAxept*") e in Danimarca ("*Dankfort*"). In aggiunta, tramite tale divisione di business, Nets offre servizi di *e-Security* e di digitalizzazione. All'interno di tali servizi è compresa la fornitura di sistemi di *e-Security* tramite *MitID* (soluzione di *Electronic Identification* ("*eID*")), nata in Danimarca, che consente l'autenticazione dell'identità dei soggetti che vogliono interfacciarsi con il governo, le aziende private e gli istituti bancari, in modo da garantire alla clientela un'esperienza senza soluzione di continuità tramite diversi *end-channel*, servizi di digitalizzazione, che consentono alla clientela di rendere più agevoli i flussi di lavoro, e servizi che supportano la trasformazione digitale.

Il gruppo Nets vanta una collaborazione a stretto contatto con gli emittenti delle carte di pagamento allo scopo di ideare nuove proposte di soluzioni nell'ambito della digitalizzazione.

La società, lungo l'intera catena di valore, riesce a fornire servizi *end-to-end* completi e a gestire l'intero ciclo di vita delle carte di pagamento di circuiti sia nazionali che internazionali, consentendo al gruppo di diventare significativamente attrattivo nei confronti degli operatori attivi nel settore *Paytech* e di usufruire di un approccio olistico, fornendo soluzioni di tipo integrato grazie alle competenze possedute da Nets.

Si assiste, quindi, ad una ottimizzazione delle soluzioni per i *merchants*, gli istituti bancari e finanziari, che rappresentano gli emittenti delle carte di pagamento, oltre che per le aziende e gli enti governativi che evidenziano l'esigenza di un network digitale interconnesso e di soluzioni di pagamento.

Durante l'esercizio 2020, la business line *Issuer & eSecurity Services* ha gestito più di 6 miliardi di pagamenti legati a circa 40 milioni di carte di pagamento.

Nella divisione in analisi sono comprese cinque sotto-aree legate ai prodotti e ai servizi offerti:

- *Account Management Services*: questa sotto-area che viene anche indicata con l'acronimo "*AMS*" offre ai clienti gli strumenti volti all'integrazione della loro *user-experience* attraverso differenti canali e metodi di pagamento. Attraverso la combinazione di una serie di servizi e funzioni in una soluzione unica la piattaforma *Account Management Services* crea un metodo di pagamento priva di soluzione di continuità, personalizzato, flessibile e sicuro sia nei confronti degli *Issuer* che in quelli della rispettiva clientela;
- *Core Payment Processing*: attraverso questa linea di business il gruppo Nets eroga servizi di elaborazione *front-end* delle carte e delle soluzioni alternative di pagamento. L'elemento centrale nella raccolta di dati importanti e rappresentativi tramite tutti i servizi del gruppo è costituito dalla funzione *front-end* che di conseguenza consente di usufruire di tali dati per una comunicazione efficace a valore

aggiunto in tempo reale con il cliente. Fermo restando quanto detto fin ora, il gruppo Nets, con riferimento a tale comparto, offre principalmente un'attività che garantisce la gestione in tempo reale delle transazioni, che a sua volta contempla l'autorizzazione e lo *switching* e il *routing*, entrambi sia per conto degli *Issuer* delle carte che di *Nets Acquiring*, verso circuiti di carte e organismi di pagamento nazionali e internazionali. Infine, tra le funzioni rientranti in questa *business line* ci sono le transazioni finanziarie *batch*, che consistono in messaggi *clearing* che la società gestisce ed indirizza attraverso *gateway* ai gestori delle carte di pagamento;

- *Risk Management Services*: la *business line* anche indicata con l'acronimo "RMS" permette al gruppo Nets di collaborare con gli *Issuer* delle carte in modo da offrire ai clienti un'esperienza sicura e senza soluzione di continuità. Questo servizio è reso possibile dall'analisi di un insieme completo di dati, dallo sfruttamento dell'intelligenza artificiale ("AI") e dai diversi strumenti digitali aggiuntivi che consentono agli emittenti delle carte l'ottimizzazione dell'equilibrio tra conversione del pagamento e riduzione delle frodi, in modo efficiente in termini di costi;
- *Digitisation Services*: l'area dei servizi di digitalizzazione viene utilizzata dal gruppo Nets per implementare strumenti di digitalizzazione *end-to-end* che permettono di rendere efficiente il processo di *on-boarding* digitali della clientela a favore dei *merchants* e degli istituti bancari. Attraverso l'eliminazione di punti di attrito che possono manifestarsi lungo il processo, tali strumenti garantiscono la possibilità di acquisire i clienti in maniera efficiente in termini di costi e di tempo. In aggiunta, questi servizi offerti dal gruppo permettono di usufruire di una soluzione di pagamento senza soluzione di continuità a favore della clientela finale, agevolando così i *merchants* e gli istituti bancari nell'acquisizione e nel mantenimento effettivo dei clienti;
- *eIdentify Infrastructure*: attraverso questa linea di servizi che viene anche definita come "Digital Enablement" il gruppo Nets offre due prodotti/servizi rappresentati da *NemID* che consiste nell'infrastruttura ufficiale *eID* danese mediante la quale il governo e specifiche banche registrano i cittadini in conformità agli standard internazionali, memorizzano in modo sicuro le identità digitali e permettono agli utenti di utilizzarle in modo altrettanto sicuro; e la piattaforma *MitiD* che in questo momento è in fase di implementazione e che è basata sull'architettura di riferimento del gruppo Nets e adopera le consolidate conoscenze di *NemID* (piattaforma utilizzata in precedenza).

1.3.2 Clienti e fornitori

Per quanto attiene alla linea di business *Merchant Services* attraverso una rete commerciale comprendente una forza vendita esterna ed una forza vendita interna i prodotti e i servizi sono distribuiti tramite partner commerciali garantendo vendite significative, di grande portata e penetranti alle diverse tipologie di clienti.

La clientela del *Merchant Service* della società è rappresentata principalmente da grandi aziende come, ad esempio, i gruppi alberghieri, catene di supermercati, catene di ristoranti, catene di stazioni di servizio, piccole e medie imprese quali ad esempio rivenditori e piccole catene per la vendita al dettaglio, oltre ai clienti *e-*

commerce, che comprendono rivenditori e fornitori di servizi online, nonché i cosiddetti clienti LAKA (*Large And Key Accounts*) e clienti PMI che operano mediante *e-commerce* e *m-commerce*. Inoltre, Nets vanta come cliente principale *Dankfort*, che rappresenta il sistema nazionale di carte di debito in Danimarca.

Questa *business line* è attiva in più di 10 Paesi nel territorio europeo, con l'area scandinava, la regione *DACH* e la Polonia che costituiscono, rispettivamente, il 54%, il 31% e il 13% dei ricavi generati nell'anno 2020.

Spostando l'analisi della clientela del gruppo all'altra divisione di business che caratterizza la sua struttura, vediamo che per quanto concerne la *business line Issuer & eSecurity Services*, Nets eroga i relativi servizi in particolar modo a istituti finanziari.

Volendo scendere nel dettaglio, la clientela di quest'area di business è rappresentata da istituzioni finanziarie che operano in qualità di banche *Issuer*. La società, mediante il funzionamento di circuiti come *Mastercard* e *Visa*, svolge l'attività di *card processing* in favore di un esteso ventaglio di partecipanti, che si focalizza in particolare su sicurezza, stabilità operativa, ed efficienza dei costi, oltre che alla capacità di garantire un servizio completo *end-to-end*. Queste soluzioni incoraggiano gli istituti finanziari nella ricerca di un *card processor* in grado di garantire servizi a valori aggiunto come quelli legati all'antifrode e il *CMS*, che si va ad aggiungere al servizio di base rappresentato dal *card processing*.

La clientela del comparto *eSecurity*, invece, è costituita da aziende private e governi in ambito di soluzioni *eID*.

La *business line Issuer & eSecurity Services* è attiva nell'area geografica europea in più di 15 Paesi. Nell'anno 2020 il 68% dei ricavi totali del gruppo Nets erano generati nei Paesi scandinavi.

1.3.3 Il modello di business

Il gruppo Nets, nell'ambito del mercato dei pagamenti, si propone alla propria clientela come potenziale fornitore unico in relazione ad un'offerta di servizi integrata e pertanto mantiene aperto il dialogo con i propri clienti al fine di migliorare le relazioni con gli stessi e rimanere aggiornato sulle specifiche necessità in materia di pagamenti. Queste robuste relazioni con la propria clientela garantiscono alla società di individuare anticipatamente le possibilità di sviluppo e generare nuove soluzioni attrattive da immettere sul mercato, comprese quelle personalizzate per ogni cliente, sfruttando l'esperienza consolidata.

Fermo restando quanto detto fin ora, il gruppo Nets, con lo scopo di incrementare i propri ricavi, si focalizza sulle importanti *opportunities* di sviluppo da *up-selling* e *cross-selling* di servizi e prodotti supplementari agli oltre attuali 300.000 *merchants* che la società vanta in relazione all'intera catena del valore, alle aziende clienti e agli istituti finanziari, oltre che alla clientela attiva nel settore pubblico. Volendo riportare qualche esempio, il gruppo Nets, individuando un'opportunità da sfruttare nell'interesse da parte degli istituti bancari all'esternalizzazione ulteriore della loro infrastruttura legata ai pagamenti e alle carte, ha sviluppato la piattaforma *CMS* e la piattaforma antifrode, conseguendo un grande successo tra la clientela che emette carte di pagamento.

In aggiunta, il gruppo Nets ha individuato due importanti obiettivi a cui mira, rappresentati dall'espansione ulteriore della base clienti attraverso gli investimenti in tecnologie, prodotti e ricerca e sviluppo con lo scopo di produrre soluzioni all'avanguardia di *digital payments* da inserire nell'offerta verso la propria clientela, e dallo sviluppo di prodotti e iniziative finalizzate alla fidelizzazione dei clienti attuali, ampliando la propria offerta e sviluppando nuove soluzioni integrate.

Il gruppo Nets punta allo sfruttamento delle relazioni di lungo periodo esistenti, cercando di crearne delle nuove parallelamente, con i grandi *merchants* e con gli istituti bancari, caratterizzati da business che attraversano una fase generale di digitalizzazione, da cui senza dubbio deriveranno nuove opportunità nel contesto del *Paytech* a crescita più alta.

L'ampia rete di distribuzione a disposizione della società nei Paesi Nordici, tramite cui vengono sviluppati nuovi servizi e soluzioni integrate, è costituita, oltre che dalla forza vendita interna che conta più di 200 dipendenti a tempo pieno, dalle partnership di tipo strategico con istituti bancari, istituti finanziari, fornitori in ambito tecnologico e di altre soluzioni, i quali vantano, a loro volta, forti relazioni con aziende e *merchants*.

Il gruppo Nets ricorre ad alcuni gestori di account chiave per mettere insieme esperti di specifiche tematiche dalle diverse linee di business in modo da offrire servizi migliori alla propria clientela e, più in generale, al mercato *Paytech*.

La piattaforma tecnologica di proprietà del gruppo Nets, caratterizzata principalmente dall'infrastruttura finanziaria e dai *customer systems*, dal suo apporto ai canali di vendita fisici e digitali dei *merchants* e dalla funzionalità all'interno dell'intero mercato dei pagamenti, così come i servizi e i processi necessari per operare in modo sicuro all'interno dell'infrastruttura chiave a livello nazionale, costituisce un elemento principale del modello di business della società.

Il gruppo, insieme alla leadership in termini di costi, punta all'obiettivo di sicurezza, stabilità e scalabilità dei propri servizi tecnologici e, per tale ragione, provvede in modo proattivo ad effettuare la manutenzione dei propri sistemi e opera al fine di prevenire, individuare e risolvere la totalità dei fattori che potrebbero interferire in modo negativo sulla stabilità, rifacendosi alle best practice del settore.

La descrizione del modello di business del gruppo Nets, insieme a quella delle principali attività svolte e a quella dei clienti e dei fornitori, ci permette di comprendere quanto tale società sia performante nel settore dei pagamenti digitali e, di conseguenza, ci consente di mettere a fuoco l'interesse del gruppo Nexi nel voler concretizzare l'operazione di fusione che sarà argomento dei prossimi capitoli.

1.4 La società target: SIA

SIA controlla uno dei primi gruppi a livello europeo che si occupa di progettare, realizzare e gestire le infrastrutture e i servizi tecnologici rivolti alle Banche Centrali, alle Istituzioni Finanziarie, alle aziende private e alla Pubblica Amministrazione, nell'ambito dei pagamenti, dei servizi di rete, della monetica e dei mercati dei capitali. L'offerta del gruppo SIA copre ben 51 Paesi, infatti, esso comprende una serie di società controllate totalmente che hanno sede sia in Italia che all'estero.

Il gruppo offre servizi in grado di consentire l'esecuzione tecnologica in modo corretto di qualunque tipologia di pagamento elettronico che preveda o meno l'impiego di una carta di pagamento digitale o fisica, in modo da mettere in relazione la totalità degli attori interessati tramite l'utilizzo di connessioni fortemente attendibili. Per quanto riguarda i sistemi di pagamento all'ingrosso (cioè quelli di rilevante importo), che vengono gestite dalle Banche Centrali, e solitamente legati a transazioni interbancarie e commerciali, il gruppo SIA eroga servizi tecnologici notevolmente specializzati che permettono una risposta nell'esecuzione sicura relativamente alle necessità di tempestività. Invece, per quanto concerne l'insieme dei soggetti interessati ai sistemi di pagamenti al dettaglio, il gruppo provvede a fornire piattaforme tecnologiche, soluzioni di gestione e reti di accesso. I soggetti che partecipano a tali sistemi sono le Banche Centrali (per il regolamento delle transazioni, le *Automated Clearing Houses* (per le funzioni di *clearing*) e le banche (per permettere alla loro clientela di incassare o effettuare pagamenti).

Il gruppo SIA svolge le proprie attività tramite tre *business line*:

- *Card and Merchant Solutions*, che unisce i servizi erogati legati all'accettazione dei pagamenti e all'*issuing*, basati su circuiti nazionali (ad esempio *Pagobancomat*) e internazionali (ad esempio *Mastercard*, *VISA*, *Alipay*, ecc...). L'insieme di offerte del gruppo in questo comparto include servizi legati al *payment processing* e servizi a valore aggiunto per pagamenti mediante soluzioni di tipo tradizionale (ad esempio *card based*) e digitali (ad esempio *ApplePay*, *SamsungPay*, ecc...), oltre ad un esteso ventaglio di servizi relativi al commercio fisico e all'*e-commerce*;
- *Digital Payment Solutions*, che mette insieme le attività legate ai servizi correlati ai pagamenti di tipo *account-to-account*, i servizi legati alle soluzioni di accettazione ed elaborazione dei pagamenti per i pagamenti *corporate* e *retail* per istituti finanziari e bancari (ad esempio *SEPA*, *Instant Payment* e domestici), i servizi di *clearing* erogati da *EBA Clearing* e *settlement* per le Banche Centrali (ad esempio *RTGS*, *Automated Clearing Houses* ecc...). Include anche i servizi di *digital banking*, le piattaforme di *corporate remote banking*, *PSD2*, *Open Banking* e i servizi di incasso dedicati alla Pubblica Amministrazione;
- *Capital Market and Network Solutions*, che raccoglie i servizi di rete e di accesso ai *Target Services* di *Eurosistema* (ESMIG), oltre alle soluzioni all'avanguardia che si basano sulla tecnologia *blockchain* e i servizi e le soluzioni specifiche per i *capital markets*. Questa *business line* comprende anche le attività di *network solutions* erogate da SIA.

Al termine del 2020, il gruppo SIA, contava su una forza lavoro costituita da 3663 dipendenti operativi nelle 20 diverse sedi, vantava la gestione di circa 17,3 miliardi di transazioni tramite carte, 18,3 miliardi di transazioni legate ai pagamenti digitali e aveva trasportato in rete 3,6 terabyte di dati.

I ricavi prodotti dal gruppo SIA sul territorio italiano, nello stesso anno, erano pari a circa 510 milioni di euro, mentre quelli generati all'estero sono stati pari a circa 238 milioni di euro, entrambi in aumento rispetto

all'anno precedente grazie alla politica di internazionalizzazione verso cui il gruppo ha mirato durante gli ultimi anni.

1.4.1. Le principali attività del gruppo SIA

Passeremo ora, come abbiamo fatto in precedenza per le altre due società coinvolte nelle operazioni straordinarie oggetto di trattazione, alla descrizione delle divisioni di business attraverso cui il gruppo SIA svolge le proprie attività e provvede a soddisfare la clientela.

Tramite la *business line Card and Merchant Solutions*, la società garantisce l'offerta di servizi lato *Issuing* (gestione delle carte di pagamento) e lato *Acquiring* (gestione dei pagamenti effettuati fisicamente), per i circuiti nazionali ed internazionali, oltre che per la totalità dei processi operativi e finanziari focalizzati sulla gestione dei pagamenti. I servizi offerti lato *Acquiring* includono anche la gestione degli ATM per l'intera catena del valore al fine di supportare la clientela del gruppo SIA rappresentato dagli Istituti Finanziari.

I servizi erogati in tale ambito si distinguono in: servizi connessi all'*Issuing*, che contemplano attività relative ai processi di emissione, gestione delle transazioni, servizi antifrode e supporto, di carte di pagamento, nazionali e internazionali, digitali e fisiche, *loyalty*, prepagate e *petrol*; e servizi nell'ambito *Acquiring*, che includono attività di *processing*, *delivery*, antifrode e supporto a favore degli esercenti (POS, fisici e virtuali) e verso Istituti Finanziari che possiedono ATM.

Per quanto concerne i pagamenti con carte, il gruppo SIA vanta una clientela sia relativamente all'ambito *Acquiring* sia all'ambito *Issuing*, e gestisce piattaforme che permettono di processare l'accettazione della carta nel giro di pochi secondi. Oltre ciò, per le attività di *back office*, la società riesce a garantire l'affidabilità, l'efficienza e la conformità dei servizi relativi alla gestione delle transazioni, delle frodi e degli eventuali *claims*, attraverso il supporto di un team dedicato, oltre che alla predisposizione di un numero verde a valenza interbancaria specifico per il bloccaggio delle carte.

Nell'ambito dei servizi offerti lato *Acquiring* possono distinguersi: servizi relativi all'accettazione dei pagamenti; gestione dei terminali POS e ATM; e servizi legati alla gestione dei *merchants*. Il servizio di gestione dei POS include la configurazione, l'attivazione e la manutenzione del POS, la sua integrazione all'interno del software contabile dell'esercente, la fornitura di servizi antifrode, la gestione dei *claims* e il supporto ai clienti mediante uno specifico call center. Il gruppo SIA provvede alla gestione di POS sia fisici che virtuali: i primi permettono l'effettuazione dei pagamenti tramite moneta elettronica (cioè tramite carta di credito, di debito o prepagate), invece i secondi costituiscono interfacce di pagamento su siti web o applicazioni *mobile* che permettono di effettuare acquisti sul web.

Relativamente ai servizi erogati lato *Issuing*, il gruppo SIA prevede l'offerta di servizi legati alle attività di customizzazione, reperimento, emissione e gestione di carte di pagamento. La società, inoltre, fornisce sistemi all'avanguardia che volti a prevenire frodi e a garantire sistemi di autenticazione dell'utenza rapidi, affidabili e sicuri, e una rapida esecuzione delle operazioni di pagamento. La vasta gamma di offerte del gruppo, in aggiunta, include anche servizi di supporto ai clienti e di gestione dei *claims*.

Attraverso la *business line Digital Payment Solutions*, il Gruppo SIA, provvede alla fornitura dell'insieme dei sistemi ed attività che permettono di eseguire i pagamenti elettronici, diversi da quelli con carte, tramite canali bancari (ad esempio bonifici ed addebiti diretti), eseguiti da aziende, da privati e da istituti bancari. In questa divisione sono comprese la totalità delle attività volte a supportare la trasformazione digitale dei pagamenti e servizi *core* per i nuovi operatori finanziari presenti sul mercato, inclusi quelli che supportano: la fatturazione elettronica e la conservazione sostitutiva; i pagamenti al dettaglio *real-time/instant*; incassi, pagamenti e tesoreria per imprese.

I servizi che vengono offerti dal gruppo permettono l'effettuazione della ricezione dell'ordine di pagamento, l'autenticazione, la validazione e l'instradamento, il controllo del saldo, l'addebito del conto, il *netting* delle posizioni interbancarie, il trasferimento di denaro da una banca ad un'altra, la riconciliazione delle transazioni, l'accredito del conto, la comunicazione del *front office*, la fatturazione elettronica, la produzione di report, la gestione dei documenti e i controlli antifrode. La società prevede, tra i servizi erogati da tale divisione, la possibilità di scambio dei flussi che includono le disposizioni di raccolta e pagamento, e inoltre, il calcolo dei saldi bilaterali e multilaterali che in un secondo momento devono regolarsi.

A conclusione della descrizione delle linee di business attraverso cui il gruppo SIA ha strutturato l'erogazione delle offerte, la divisione di *Capital Market and Network Solutions*, viene utilizzata dalla società allo scopo di fornire i servizi di rete e di accesso ai target *Services di Eurosystema (ESMIG)*, ed inoltre, le soluzioni all'avanguardia che si basano sulla tecnologia *blockchain* e i servizi e le soluzioni specifiche per i *capital markets*.

In relazione a questi ultimi, il gruppo vanta un'ampia gamma di prodotti e servizi che vengono offerti al fine di fornire una risposta alle necessità di ogni attore della catena del valore: a partire da chi è attivo nella gestione delle sedi di esecuzione ai player di mercato, a coloro che si occupano di regolare i titoli dopo la negoziazione, fino ai soggetti che controllano e regolano il giusto funzionamento dei *capital markets*. Questa attività viene attuata attraverso: piattaforme di *trading & post trading*; servizi di *collateral management* a favore delle istituzioni centrali; e sorveglianza e *market compliance*. In aggiunta, attraverso *SIAnet*, il gruppo svolge attività di *Secure Messaging* e connettività.

Nell'anno 2020, sui 209.000 km della rete *SIAnet*, la *business line Capital Markets and Network Solutions* ha provveduto alla gestione del traffico di circa 3,6 terabyte di dati, con una completa disponibilità dell'infrastruttura e livelli di servizio del 100%.

1.4.2 Contesto competitivo dei settori di riferimento

La significativa centralità del gruppo SIA nei diversi settori in cui svolge le proprie attività impone un'analisi dello scenario competitivo di cui esso fa parte in relazione all'ambito della monetica, al settore dei pagamenti digitali ed infine a quello dei *capital markets* e dei servizi di rete.

Partendo dall'analisi del contesto competitivo nel mercato dei pagamenti con carta è possibile individuare quattro categorie di *competitors* del gruppo SIA:

- Istituzioni finanziarie: In generale, gli istituti bancari e le Istituzioni Finanziarie sono focalizzate nello svolgimento di attività di relazione diretta con i propri clienti, come l'*issuing* di carte per la clientela *retail* e le attività di *acquiring* per gli esercenti, mentre puntano ad esternalizzare le attività di *processing* (di *issuing* e di *acquiring*) a favore di operatori specializzati (come il gruppo SIA). Talvolta, gli istituti bancari decidono di esternalizzare anche le attività di *acquiring* degli esercenti a operatori specializzati limitando la propria attenzione solo alle attività di *issuing*;
- Operatori specializzati: questa categoria di concorrenti si concentrano generalmente su determinate attività lungo la catena del valore. In generale, nascono dallo sviluppo di attività di *processing* e successivamente hanno ampliato in maniera progressiva il loro raggio d'azione ai servizi *issuing* (*issuing* di carte, sviluppo prodotti, supporto alla clientela) e a servizi a favore degli esercenti (ad esempio *acquiring*, gestione POS). Tali operatori operano di solito attraverso partnership con le Istituzioni Finanziarie, in particolar modo relativamente agli aspetti della catena del valore su cui si sono concentrati maggiormente. A titolo esemplificativo un operatore di rilievo è *Worldline*;
- Operatori di circuiti di carte: Questi operatori operano sviluppando e gestendo i circuiti di carte utilizzati generalmente per i pagamenti di tipo *consumer-to-business* e *business-to-business*. È possibile distinguere tra circuiti domestici, i quali vengono implementati per uso locale (ad esempio Bancomat in Italia), e circuiti internazionali (ad esempio *VISA*, *Mastercard*), ma esistono anche sistemi alternativi di pagamento digitali, tra cui la EPI (*European Payment Initiative*), il cui sviluppo è supportato in modo deciso dai regolatori di mercato;
- Nuovi operatori (digitali): Possiamo distinguere differenti tipologie di nuovi operatori all'interno del settore dei pagamenti. Ad esempio, *Adyen*, che eroga *commercial acquiring* internazionale a favore di aziende *omnichannel*, garantendo ai clienti la possibilità di relazionarsi solo con un operatore nonostante siano attivi in più mercati e operino con diverse valute. *Google* e *Apple* sono un esempio dell'ulteriore tipologia di nuovi operatori rappresentati dalle *Big Tech* che si stanno inserendo nel mercato dei pagamenti attraverso nuovi progetti (ad esempio con carte di credito virtuali), con lo scopo di progettare una nuova *customer experience*. Altri ancora sono costituiti dalle *Fintech* (come *N26* e *Monzo*) che usano le loro carte digitali per implementare una *value proposition* completa a favore degli istituti bancari *retail*.

Per quanto concerne il mercato dei pagamenti digitali, il gruppo SIA rappresenta uno dei player primari in tale settore nell'area geografica europea, infatti, è il fornitore principale a livello europeo per le attività di *EBA Clearing*, garantendo mediante le soluzioni tecnologiche di realizzare la maggior parte delle attività di *EBA Clearing* attraverso la piattaforma *STEP2*.

In particolar modo, il mercato dei *digital payments* è stato protagonista di una significativa tendenza in evoluzione del perimetro competitivo, generata dall'ingresso di numerosi nuovi operatori dovuto alle nuove *business opportunities* (ad esempio, servizi a valore aggiunto), alle nuove necessità della clientela (ad esempio,

incremento della propensione all'uso di *digital payments* in alternativa all'utilizzo di carte) e all'introduzione di tecnologie innovative (ad esempio pagamenti istantanei), che hanno permesso loro di competere con i player tradizionali.

Come accade per il mercato dei pagamenti con carta, anche il mercato dei *digital payments* è caratterizzato da diversi attori che competono tra di loro, rappresentati da:

- **Istituzioni Finanziarie:** Gli istituti bancari e altre Istituzioni Finanziarie erogano i loro servizi di *digital payments* alla clientela *retail*, alle aziende e alle istituzioni come parte integrante della loro gamma di offerte;
- **Operatori specializzati:** Tali player si possono suddividere in diverse tipologie, in relazione alle aree su cui concentrano il proprio focus, in: sviluppatori/gestori di piattaforme di pagamenti per la gestione degli standard richiesti dalle transazioni bancarie (come *SWIFT*); fornitori di servizi di *outsourcing* (come *Cedacri Group*), che erogano servizi *IOT* in favore di istituzioni finanziarie e aziende;
- **Operatori e-commerce e m-commerce:** Gli operatori con una *value proposition* focalizzata sull'*e-commerce* e sull'*m-commerce* dimostrano una significativa crescita, dovuta all'incremento degli acquisti digitali sul web. A titolo esemplificativo abbiamo *PayPal* che ha provveduto ad integrare l'offerta di pagamenti con carta e *digital payments* come parte della sua offerta *PSP*; e ancora *Trustly* e *Klarna*, operatori svedesi che includono l'offerta di servizi di tipo *account-to-account* focalizzati su determinati segmenti (ad esempio *gaming* online, viaggi) con *customer journey* all'avanguardia e *checkout conversion* in crescita;
- **Banche centrali:** questa tipologia di attore di mercato svolge un ruolo primario nel settore dei pagamenti, dato che sono interessate in prima persona nell'elaborazione delle "regole del gioco" che caratterizzano il mercato, come nel caso del *TIPS (Target Instant Payment Settlement)*, supportato dalla Banca Centrale Europea;
- **Over-the-top:** tale categoria comprende gli operatori che erogano ecosistemi indirizzati sul cliente, partendo dai servizi di pagamento. Ad esempio possiamo nominare *Amazon*, che ha lanciato *AmazonPay*; e *WeChat*, l'azienda cinese numero uno nell'ambito della messaggistica istantanea, che permette ai propri clienti di correlare il loro *digital wallet* al proprio account;
- **Fintech/neobank:** *Fintech* e *Neobank* generalmente utilizzano strutture di costo significativamente snelle e tecnologie scalabili in modo da erogare alla loro clientela servizi di elevata qualità a prezzi competitivi. Si rivolgono ad una vasta varietà di sotto-segmenti, come il *retail banking* (ad esempio, *Revolut*), pagamenti *peer-to-peer cross-border* (ad esempio, *TransferWise*), *digital wallets* e pagamenti *peer-to-peer* (ad esempio *Satispay*);
- **Aziende:** Aziende di medio-grandi dimensioni stanno entrando in modo progressivo nel mercato dei pagamenti tramite una specializzazione verticale. A titolo esemplificativo possiamo citare *Amadeus*, società di viaggi leader in tutto il mondo, che si occupa di gestire una fetta importante delle

prenotazioni aeree *B2B*; e *Telepass*, il leader italiano nella gestione dei pagamenti relativi ai pedaggi autostradali.

Infine, volendo completare l'analisi del contesto competitivo nel settore dei *capital markets*, notiamo che tale mercato è formato da soggetti specializzati nelle differenti fasi del trading, post trading e sorveglianza, che indirizzano un mercato globale e sono guidati dall'elevata affidabilità e personalizzazione dei servizi erogati. All'interno del mercato sono attivi anche i gruppi di Borsa, che hanno progressivamente integrato competenze tecnologiche fortemente specializzate e che erogano tali servizi a favore di terzi sul mercato.

Per quanto concerne il mercato dei servizi di rete, la caratteristica dei servizi di connettività è rappresentata dall'importante presenza di società che operano nelle telecomunicazioni, che erogano servizi di banda larga con un'ampia gamma di applicazioni.

Anche nel *secure messaging* non manca una forte competitività con operatori simili al gruppo SIA (ad esempio, *SWIFT*). Il mercato attraversa una evoluzione rapida sia dal punto di vista normativo che tecnologico. Nell'ambito dell'aspetto tecnologico, gli operatori stanno migrando dal *secure messaging* alle *API*, le quali permettono di scambiare in tempo reale informazioni finanziarie di diverso tipo ad una infrastruttura flessibile e sicura. In merito all'aspetto normativo, il mercato si caratterizza per una evoluzione volta ad una maggiore armonizzazione verso standard condivisi (ad esempio, la nuova interfaccia per messaggistica *ISO 20022*) ed è stato di recente oggetto di una apertura competitiva maggiore. L'apertura competitiva ha coinvolto in modo diretto il gruppo SIA, tramite l'implementazione di un'interfaccia alternativa per effettuare l'accesso all'infrastruttura di mercato dell'Eurosistema, consentendogli di accedere ad un mercato nuovo, dove allo stato attuale *SWIFT* risulta essere operatore unico.

1.4.3 Fornitori, clienti e modello di business

Le politiche di approvvigionamento del gruppo SIA hanno lo scopo di garantire dei processi di acquisto efficaci ed efficienti ed il controllo dei beni e dei servizi acquistati, tramite procedure snelle, volte ad assicurare il soddisfacimento dei requisiti richiesti ai fornitori e a individuare il miglior rapporto qualità/prezzo per ogni tipologia di fornitura. Il gruppo mira a raggiungere l'economicità nel rispetto dei principi etici, che prevedono il divieto di raggiungere il massimo vantaggio competitivo tramite fornitori che non rispettino i principi stessi che il gruppo SIA ha dichiarato ed osserva.

SIA attua una rigida procedura degli acquisti per regolare l'approvvigionamento di qualsiasi bene e servizio, attraverso la descrizione e la regolamentazione puntuale dell'intero ciclo di acquisto. Inoltre, la struttura organizzativa Acquisti provvede alla redazione, in relazione delle necessità evidenziate dai diversi referenti di Budget, di un "piano degli approvvigionamenti" tramite cui individua le strategie di acquisto a favore dei fornitori e del mercato.

Come indicato nel codice etico del gruppo SIA “*la società predispone opportune procedure per garantire un’adeguata concorrenza per ogni processo di acquisto nonché la massima trasparenza delle operazioni di selezione del fornitore e di acquisto di beni e servizi*”

Dal 2015 utilizza una piattaforma di *Procurement* che consente la gestione dell’intero processo degli acquisti, dall’iniziale qualificazione fino alla valutazione delle performance.

Passando all’analisi della clientela del gruppo SIA, si nota che i clienti e la relativa offerta dei servizi può essere suddivisa in cinque diverse categorie: *Central Institutions, Financial Institutions, Corporates, Public Sector, e Capital Markets*.

Nell’anno 2020, il gruppo SIA ha registrato l’erogazione dei propri servizi nei confronti di oltre 2300 clienti in 51 diversi paesi in cui è attivo.

I ricavi relativi alle vendite e alle prestazioni di servizi sono prodotti in maggior parte dalla *business line Card and Merchant Solutions* e sono focalizzati su una clientela limitata. In dettaglio, i ricavi delle vendite e delle prestazioni di servizi prodotti dal gruppo che derivano dalla divisione sopra citata ammontano a circa 499 milioni di euro nel solo anno 2020.

Sempre con riferimento all’anno 2020, i ricavi prodotti da parte dai primi 5 e dai primi 10 clienti del gruppo SIA sono stati pari, rispettivamente al 44% e al 58%. Anche se i contratti con la clientela principale durano in media dai 4 ai 5 anni, la capacità di mantenere e rafforzare i rapporti in essere con i clienti, ovvero di crearne ulteriori con nuovi clienti, risulta determinante allo scopo di restare competitivo sul mercato.

Il gruppo SIA si caratterizza per un processo di generazione dei ricavi che si distingue per linea di business, come:

- *Card and Merchant Solutions*: il *business model* è sostanzialmente costituito da una remunerazione per volume (ad esempio numero di transazioni con POS, ATM, carte emesse), da canoni periodici e da iniziative progettuali;
- *Digital Payment Solutions*: la remunerazione è principalmente connessa ai volumi (ad esempio numero di pagamenti); tuttavia vi è anche la presenza di servizi a canone annuo, la vendita di licenze una tantum e ricavi da sviluppi progettuali;
- *Capital Markets and Network Solutions*: I servizi e soluzioni di tale business line sono sostanzialmente servizi a canoni, ricavi a volume per traffico dati e iniziative progettuali.

CAPITOLO 2

L'OPERAZIONE STRAORDINARIA: LA FUSIONE

2.1 Aspetti generali

In questo capitolo ci concentreremo sull'analisi tecnica dell'operazione straordinaria mediante la quale la società Nexi ha integrato nel gruppo la società Nets e la società SIA con lo scopo di diventare leader a livello europeo nel settore del Paytech: la fusione.

Partiremo dalla distinzione delle diverse tipologie di fusione che possono essere attuate e le funzioni economico-aziendali dell'operazione, per poi individuare gli elementi principali previsti dall'ordinamento, fino ad arrivare agli aspetti quantitativi e valutativi che caratterizzano la fusione d'azienda.

Tale analisi è di fondamentale importanza al fine di comprendere fino in fondo la descrizione delle operazioni che coinvolgono i gruppi Nexi, Nets e SIA e soprattutto le finalità alla base e i relativi impatti finali che saranno oggetto di trattazione dei capitoli successivi.

2.1.1 Le diverse tipologie di fusione

È possibile individuare una distinzione di diverse tipologie di fusione a seconda dei soggetti partecipanti all'operazione. In tale logica, la fusione può essere:

- Omogenea: quando i soggetti partecipanti all'operazione sono due società dello stesso tipo (società di capitali con società di capitali, società di persone con società di persone);
- Eterogenea: quando i soggetti partecipanti all'operazione sono società di diverso tipo (ad esempio società di capitali con società di persone);
- di altro tipo: quando l'operazione si realizza tra società ed enti di diverso tipo (consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni d'azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni) nei limiti consentiti dalla disciplina.

È opportuno evidenziare un'ulteriore differenziazione in relazione alle due possibili modalità attuative dell'operazione che vengono individuate anche dal nostro ordinamento al primo comma dell'art. 2501 del Codice Civile titolato "Forme di fusione".

In tal senso, dunque, distinguiamo la fusione per unione dalla fusione per incorporazione.

Nella prima modalità una società di nuova costituzione prende vita da quelle fuse, che, successivamente all'operazione, perdono la propria individualità. Conseguenza di tale operazione è l'unificazione a favore del nuovo soggetto sia del patrimonio che della compagine sociale delle società partecipanti.

Nella seconda modalità attuativa una società, c.d. incorporante, assorbe una o più società, c.d. incorporate. Anche se i risultati delle operazioni attuate secondo le due modalità sono sostanzialmente identici, poiché il

patrimonio complessivo unificato equivale alla sommatoria dei patrimoni delle società che partecipano e la sua compagine sociale è formata da tutti i soci delle stesse, vi è una netta differenza rappresentata dal fatto che nella fusione per incorporazione non si assiste alla costituzione di una nuova società, dato che la società incorporata (o le società incorporate) confluiscono in una società preesistente (incorporante), mentre nella fusione per unione le società preesistenti si estinguono e si assiste alla costituzione di una nuova società.

La manifestazione del fenomeno della perdita dell'individualità, inoltre, avviene solo in capo alle società incorporate, nella fusione per incorporazione, mentre la società incorporante non altera la propria.

Inoltre, è di fondamentale importanza evidenziare che nella modalità attuativa della fusione per incorporazione si può assistere a due diversi scenari a seconda della circostanza che la società incorporante possieda o meno una partecipazione nell'altra o nelle altre società incorporate. Tale aspetto ci tornerà utile per la spiegazione degli elementi quantitativi legati alle differenze da fusione che analizzeremo nei successivi paragrafi.

2.1.2 Caratteri strutturali dell'operazione

Attraverso l'attuazione dell'operazione di fusione vengono integrati nella maniera più intensa possibile non solo le aziende interessate, che perdono la propria identità economica, raggiungendo una comunione sia dell'elemento patrimoniale che di quello personale, ma anche i soggetti giuridici che le reggono, i quali perdono la loro individualità giuridica. L'operazione si sostanzia in uno scambio di azioni o quote nel quale ai soci della società estinta a fronte dell'annullamento delle partecipazioni detenute in precedenza vengono assegnate le azioni o quote della società risultante dalla fusione. Conseguentemente, essi entrano a far parte della compagine sociale della società generata dall'operazione assistendo alla comunione dei patrimoni delle aziende che viene realizzato senza il paradigma della cessione d'azienda, ossia della liquidazione dei soci della società "acquisita".

Alla base dello schema generale dell'operazione di fusione si prevede, infatti, la continuità in comunione di un'attività economica fra due società che precedentemente erano distinte, attraverso l'apporto dei rispettivi patrimoni, per ottenere una quota partecipativa nell'investimento totale, in proporzione al valore dei medesimi apporti.

In riferimento all'economia dell'azienda concentrataria l'apporto ricevuto è "tacito" poiché non si prevede il pagamento in denaro o mediante altre tipologie di corrispettivi patrimoniali, bensì, si attribuisce ai nuovi soci una quota di partecipazione al Capitale Sociale. Non si verifica, quindi, la peculiare permutazione patrimoniale tipica degli scambi con economie esterne al fine di acquisire fattori produttivi, e si assiste, al contrario, ad una crescita del patrimonio netto.

Anche se la scelta della modalità attuativa (per incorporazione o per unione) non varia le caratteristiche appena indicate, nella pratica si evidenzia una significativa prevalenza della modalità "per incorporazione", dato che, attraverso l'utilizzo di tale forma si riesce a pervenire ai medesimi effetti sostanziali, limitando la perdita d'individualità giuridica solo ad alcune delle società che partecipano all'operazione e non necessariamente a tutte, come avviene nella modalità attuativa per unione.

Possiamo quindi sintetizzare le caratteristiche principali dell'operazione di fusione, in termini economici, nelle seguenti:

- il corrispettivo dell'apporto non è rappresentato dal denaro;
- i soci delle società fuse o incorporate fanno ingresso nel Capitale Sociale della società di nuova costituzione o nella società incorporante;
- le società fuse o incorporate si estinguono.

Un caso limite è rappresentato dalla circostanza in cui si preveda l'estromissione della compagine sociale di una delle società partecipanti (tipicamente l'incorporata) a fronte di un corrispettivo in denaro, configurandosi, in tal modo, una sintesi finale di un'operazione, in sostanza, di tipo acquisitivo. Ciò avviene quando una delle società acquista il pacchetto di controllo (o la totalità) delle azioni dell'altra società tramite un corrispettivo in denaro per poi integrare la società, di cui dispone il controllo, nella società acquirente attraverso l'operazione di fusione.

2.1.3 Finalità di concentrazione

Delineati gli aspetti strutturali dell'operazione di fusione, proviamo a definire come questi consentano la concretizzazione di obiettivi di tipo strategico e quali sono gli effetti sull'economia aziendale.

In primis, è fondamentale specificare che, data la conseguenza unificatrice dei complessi aziendali, generata dalla fusione, il suo scopo primario è identificabile nella concentrazione aziendale. Laddove si concretizza tra soggetti indipendenti, e che quindi non sono inseriti in un gruppo, l'operazione porta infatti ad una crescita dimensionale tramite acquisizione di capacità produttiva o commerciale preesistente sul mercato, proprio come si assiste nel caso di altri istituti di concentrazione aziendale, quali l'acquisito d'azienda, il conferimento, e la scissione.

L'operazione di fusione, inoltre, configura una delle forme di *Business Combination*, in assenza di un controllo preesistente, così come viene individuata dalla definizione fornita dall'*International Accounting Standards Board* (IASB) nel principio contabile internazionale *IFRS 3*: “una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più business” mediante il trasferimento di disponibilità liquide, mezzi equivalenti o altre attività, l'assunzione di passività o l'emissione d'interessenze.

Un aspetto fondamentale relativamente a questa tipologia di operazione è che l'obiettivo economico di una fusione risiede nel raggiungimento di un beneficio economico rappresentato da un maggior valore del nuovo sistema aziendale generato rispetto alla mera somma dei valori *stand alone* che le società partecipanti avrebbero avuto se fossero rimaste distinte. Tale maggior valore può essere generato da diverse tipologie di strategie aziendali, quali strategie di crescita (crescita dimensionale, sfruttamento delle risorse e delle competenze in comunione, conseguimento di economie di scala); strategie di mantenimento (risoluzione di carenze operative, razionalizzazione dei processi aziendali); strategie finanziarie (ad esempio, l'assorbimento

di imprese con grandi disponibilità liquide); e strategie connesse ad obiettivi extra-economici (crescita del prestigio manageriale, diversificazione dell'investimento degli azionisti di maggioranza).

Possiamo quindi identificare motivazioni di diversa natura che potrebbero portare all'attuazione di un'operazione di fusione:

- Di natura commerciale: riduzione della concorrenza attraverso l'acquisizione di quote di mercato; offerta di nuovi prodotti o integrazione della propria linea al fine di rafforzare la propria presenza sul mercato; raggiungimento di una capacità di operare sul mercato superiore al fine di coglierne le varie opportunità; eliminazione di eventuali effetti di stagionalità delle vendite; ottenere una maggiore efficienza nella distribuzione dei prodotti;
- Di natura finanziaria: compensazione di esposizioni passive attraverso l'accentramento della liquidità; ottimizzazione della struttura finanziaria con riduzione del capitale di terzi e miglioramento del rendimento del capitale proprio (avviene quando una delle società partecipanti è fortemente indebitata e l'altra possiede capitali da investire); miglior sostegno per una potenziale quotazione in borsa;
- Di carattere generale: espansione della presenza all'interno di nuovi mercati, raggiungimento di posizioni dominanti; incremento delle capacità competitive, conseguimento di una dimensione ottimale in relazione alle risorse investite della struttura aziendale e della redditività necessaria per permettere continuità;
- Di carattere industriale, tecnologico e logistico: miglioramento della gestione di risorse umane e delle scorte; efficienza nell'utilizzo degli impianti e conseguimento di economie di scala; miglioramento nello sfruttamento della potenzialità produttiva; ottenimento di brevetti, licenze e simili; integrazione di conoscenze e know-how;
- Di carattere fiscale: raggiungimento di vantaggi rappresentati da minori imposte pagate grazie alla possibilità di deduzione delle perdite preesistenti delle società incorporate;
- Di carattere amministrativo: riduzione dei costi e miglioramento dell'utilizzo delle risorse umane e tecnologiche attraverso l'accentramento della funzione amministrativa.

2.2 Aspetti principali della normativa italiana e documenti cardine

La normativa connessa all'operazione straordinaria di fusione traccia un percorso giuridico articolato e molto complesso che ha come scopo principale quello di fornire alla totalità dei soggetti coinvolti nelle vicende societarie un set di informazioni chiare ed attendibili.

Pertanto, nel seguente paragrafo ci prefiggiamo l'obiettivo di descrivere gli elementi sostanziali di tale percorso giuridico rappresentato dai documenti cardine richiesti dall'ordinamento per l'attuazione dell'operazione di fusione, nonché, di analizzare gli effetti principali di quest'ultima sui rapporti giuridici in essere delle società partecipanti.

2.2.1 Il progetto di fusione

Il progetto di fusione, è il documento centrale del processo di fusione, infatti, al suo interno vengono sintetizzati tutti i principali elementi che caratterizzano l'operazione, al punto che la deliberazione della fusione avviene mediante l'approvazione del documento stesso.

Agli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione, compete l'onere di redigere il progetto di fusione, e gli stessi devono farlo congiuntamente. Si prevede, infatti, la predisposizione di un unico progetto di fusione, proprio perché le decisioni riguardo l'approvazione della fusione prese dalle società interessate devono coincidere perfettamente fra di loro al fine di addivenire alla stipula dell'atto di fusione.

Il progetto di fusione è, sostanzialmente, il documento tramite il quale vengono formalizzati gli accordi raggiunti dagli amministratori in riferimento alle modalità e ai termini dell'operazione, i quali devono poi essere sottoposti alle rispettive assemblee per l'approvazione finale.

Tale documento, oltre ad avere tale valenza interna, funge anche da fonte informativa esterna, nei confronti dei terzi e dei soci, con riguardo alle modalità attuative dell'operazione che si concretizzeranno.

Infatti, in relazione al progetto di fusione, la normativa prevede il dovere di pubblicità attraverso il deposito presso il registro delle imprese con scadenza pari a trenta giorni prima della data fissata per la decisione di fusione, a meno che i soci decidano di rinunciare a tale termine con consenso unanime. Attraverso tale obbligo informativo i soci e i terzi vengono a conoscenza dell'iniziativa degli organi amministrativi in modo da valutare i contenuti dell'operazione con riferimento ai rispettivi interessi.

Secondo l'ordinamento il progetto di fusione deve obbligatoriamente contenere degli elementi minimi, che sono:

- il tipo, la denominazione o ragione sociale e la sede delle società che partecipano alla fusione con lo scopo di individuare con esattezza le società partecipanti all'operazione;
- l'atto costitutivo della società di nuova costituzione o della società incorporante, con gli eventuali mutamenti generati dall'operazione di fusione. Tale disposizione è significativamente rilevante per due motivi. In primis, rappresenta una garanzia dei soci che vengono informati sui contenuti del nuovo statuto a cui saranno vincolati nel caso in cui la fusione venga approvata. Inoltre, il secondo motivo, che ha natura tecnica, sta nel fatto che, poiché la deliberazione dell'operazione deve avvenire mediante l'approvazione del documento in analisi, è necessario che questo includa, nel caso di fusione per incorporazione, l'insieme delle modifiche dello statuto dovute all'operazione e, nel caso di fusione per unione, l'atto costitutivo e lo statuto della società di nuova costituzione;
- il rapporto di cambio delle azioni o quote, oltre all'eventuale conguaglio in denaro. Il rapporto di cambio, che analizzeremo dettagliatamente nei paragrafi successivi, è un elemento principale dell'operazione di fusione e, dato che incide in maniera diretta ed immediata sull'economia privata del socio, quello proposto dagli amministratori deve essere indicato all'interno del progetto di fusione;

- le modalità con cui verranno assegnate le azioni o quote della società risultante dall'operazione o della società incorporante, in termini di luogo, tempo e procedure, nonché la descrizione delle modalità mediante cui vengono reperite le azioni da utilizzare allo scopo (aumento di capitale sociale, utilizzo di azioni proprie in portafoglio, ecc.);
- la data a partire dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili, dato che i soci hanno la facoltà di stabilire, nei limiti previsti dalla legge, la non coincidenza di tale partecipazione agli utili con il momento in cui la fusione produce i suoi effetti reali;
- la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società coinvolte nella fusione vengono imputate a bilancio della società risultante dall'operazione o della società incorporante, cioè quella che viene definita data di effetto contabile che, come per la data dalla quale le azioni o quote partecipano agli utili, può non coincidere con quella in cui la fusione produce i suoi effetti reali, se questo viene stabilito dai soci;
- l'eventuale trattamento riservato a specifiche categorie di soci e a coloro che possiedono titoli diversi dalle azioni;
- specifici vantaggi che eventualmente vengono proposti a favore dei soggetti facenti parte dell'organo amministrativo delle società coinvolte.

2.2.2 La relazione dell'organo amministrativo

La relazione degli amministrativi, rappresenta un'ulteriore documento fondamentale che caratterizza il procedimento di fusione e svolge diverse funzioni che vengono individuate anche dalla normativa e che sono quelle di illustrare sotto il profilo giuridico ed economico il progetto di fusione e quello di illustrare e giustificare il rapporto di cambio individuato dagli amministratori ed i criteri utilizzati per la sua determinazione e le difficoltà che eventualmente si sono riscontrate nel processo valutativo della società.

Per quanto concerne l'illustrazione e la giustificazione del progetto di fusione sotto il profilo giuridico vediamo che queste si sostanziano nell'evidenziazione e spiegazione delle implicazioni giuridiche della fusione relativamente alla compagine sociale di riferimento per quanto attiene, ad esempio, al tipo di società risultante o la significatività degli eventuali mutamenti dello statuto.

Invece, illustrare e giustificare l'operazione sotto un profilo economico è di particolare rilievo poiché, non sempre, vi è una coincidenza tra l'operazione straordinaria e l'interesse dell'ente nel suo complesso. L'obiettivo, infatti, potrebbe essere legato alla massimizzazione di vantaggi specifici del gruppo di comando e quindi, l'illustrazione e la giustificazione del progetto di fusione da un punto di vista economico, in tal caso, rappresenta il modo mediante il quale vengono evidenziati i vantaggi a cui si mira attraverso l'operazione e la dimostrazione che essa risponde ad interessi di carattere generale. Mediante questa funzione assegnata dalla legge alla relazione dell'organo amministrativo si arriva alla limitazione della discrezionalità di quest'ultimo, nell'eventualità della presenza di argomentazioni prive di congruità, che in tal modo verrebbero agevolmente alla luce. Si può dire quindi che viene garantito all'azionista la possibilità di effettuare una valutazione con

maggior cognizione di causa circa l'effettiva convenienza della fusione mediante l'analisi delle argomentazioni indicate dall'organo amministrativo in questo documento e dei presupposti alla base di queste ultime.

La rilevanza del documento in analisi è senza dubbio rappresentata anche dalla funzione illustrativa del rapporto di cambio. In nessun altro documento, infatti, può essere ravvisata la descrizione del processo di determinazione del capitale economico delle società coinvolte, e la successiva individuazione del valore delle azioni o quote, rappresentando, quindi, la sola fonte dalla quale i soci di minoranza hanno la possibilità di constatare la valutazione delle società che partecipano all'operazione. Inoltre, l'illustrazione e la giustificazione del rapporto di cambio, devono tener conto anche dell'ampiezza delle divergenze connesse a quest'ultimo e le relative motivazioni, dato che può accadere che esso si discosti dal mero rapporto fra i capitali economici delle società partecipanti per motivi di carattere negoziale.

Quello che abbiamo appena indicato, viene avvalorato dalla disposizione della norma che prevede anche l'indicazione dei criteri utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio, a dimostrazione della consapevolezza da parte del legislatore della relatività e della soggettività che caratterizzano i processi valutativi del capitale economico della società. Per questo, il socio deve essere informato al fine di poter valutare se la determinazione finale sia ragionevole o sconfini, al contrario, nell'arbitrio. A tal fine, la disposizione normativa prevede l'illustrazione, oltre che dei vari criteri di cui si è usufruito, anche dei valori che risultano da ciascuno di essi e le modalità mediante cui essi sono stati considerati.

L'ultima funzione individuata dall'ordinamento in relazione a tale documento, cioè quella dell'illustrazione delle eventuali difficoltà di valutazione riscontrate, rappresenta un obbligo di trasparenza e garantisce al socio la possibilità di focalizzarsi sugli aspetti di maggiore problematicità e che, evidentemente, sono caratterizzati da una elevata discrezionalità valutativa dell'organo amministrativo.

2.2.3 La relazione degli esperti

Il documento si traduce in una relazione che viene predisposta da uno o più esperti, terzi e indipendenti, per ciascuna società, nominati in base ai requisiti e alle modalità indicati dalla normativa, che ha come oggetto principale la congruità del rapporto di cambio.

La relazione, come avviene per il progetto di fusione, deve avere degli elementi minimi che vanno indicati al suo interno, quali il metodo o i metodi che l'organo amministrativo ha seguito per determinare il rapporto di cambio proposto ed i valori risultanti da ciascuno di essi; un parere riguardo l'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per il calcolo del rapporto di cambio e sulla rilevanza relativa attribuita a ognuno di essi nel determinare il valore adottato; e le eventuali problematiche riscontrate nel processo valutativo.

In riferimento alla revisione delle valutazioni, che costituisce il primo elemento sopra indicato, si evidenzia una significativa sensibilità aziendalistica in capo al legislatore, infatti, è evidente il fatto che questo sia conscio del taglio soggettivo tipico delle valutazioni d'impresa e della possibilità di usare molteplici criteri allo scopo di identificare un intorno di valori da ricondurre ad unità.

Nella relazione degli esperti, quindi, il compito attribuito a questi ultimi non è quello di fornire un'autonoma determinazione del rapporto di cambio, bensì quello di ripercorrere il processo valutativo effettuato dall'organo amministrativo, individuare eventuali mancanze od incongruità ed indicare i valori, in termini di rapporto di cambio, risultanti dall'utilizzo dei differenti criteri di stima utilizzati.

Per quanto concerne il sopracitato giudizio riguardo l'adeguatezza del metodo o dei metodi di valutazione utilizzati e sull'importanza relativa che l'organo amministrativo ha assegnato ad ognuno di essi, vediamo che la dottrina economico-aziendale ha evidenziato la diversa adozione dei criteri valutativi in base alla tipologia di attività che la società oggetto di valutazione svolge. Il compito degli esperti quindi è rappresentato, in primo luogo, dall'espressione di un giudizio sull'adeguatezza del criterio (o dei criteri) utilizzati per effettuare la valutazione.

Una volta che gli esperti hanno appurato la congruità di tale scelta, essi passano successivamente a verificare i parametri utilizzati in relazione al criterio adottato.

Infine, in relazione alle difficoltà eventualmente riscontrate dagli amministratori nell'effettuare le proprie valutazioni, notiamo che la norma assegna tale ruolo in maniera separata ad esperti ed amministratori con la finalità di fornire informazioni nel modo più esteso possibile ai soci proprio sugli aspetti riguardanti la valutazione che hanno suscitato maggior incertezza.

Dunque, il compito degli esperti non si limita a riportare passivamente le difficoltà valutative inserite nella relazione dell'organo amministrativo dagli amministratori stessi, bensì hanno il compito di comunicare ai soci le problematiche di valutazione riscontrate durante la loro attività di verifica.

Essendo il rapporto di cambio l'unico argomento principale di tale relazione, è evidente che tale documento è indirizzato all'unica categoria di soggetti su cui tale aspetto influisce in maniera significativa, cioè i soci ed in particolar modo quelli di minoranza. Infatti, la relazione degli esperti costituisce una delle molteplici informazioni che devono obbligatoriamente essere fornite a tale categoria allo scopo di garantire loro la possibilità di valutare se l'operazione di fusione, nei termini in cui è proposta, lede o meno i relativi interessi. La relazione degli esperti svolge solo una funzione informativa, di conseguenza, non vincola né l'organo amministrativo né i soci, cosicché gli amministratori hanno la facoltà di proporre ai soci un rapporto di cambio giudicato incongruo dagli esperti ed i soci a loro volta potranno comunque approvarlo. Così come, al contrario, si prevede la possibilità da parte dei soci di non approvare un rapporto di cambio giudicato congruo dagli esperti.

2.2.4 Decisione in ordine alla fusione

L'ordinamento in relazione all'operazione di fusione ci dice che questa “è decisa da ciascuna delle società che vi partecipa mediante approvazione del relativo progetto”, quindi l'oggetto della decisione è rappresentato dall'approvazione del progetto di fusione redatto dall'organo amministrativo, nel quale vengono inseriti tutti gli aspetti che necessitano al perfezionamento della fusione.

Prima delle innovazioni generate dalla riforma societaria del 2003, la dottrina e la giurisprudenza prevedevano, in sostanza, che i soci dovessero limitarsi ad approvare o respingere il progetto nella sua integrità, senza avere la possibilità di apportare neanche la minima modifica. Questa previsione normativa ha progressivamente lasciato spazio a nuove indicazioni della legge che prevedono la possibilità di modificare il progetto di fusione, purché tali modifiche non vadano ad incidere sui diritti dei soci e dei terzi. Ciò è avvenuto perché, ovviamente, è stato ritenuto antieconomico ed eccessivamente rigido il vincolo di dover ricominciare dall'origine l'intero processo di fusione, anche in relazione a modifiche del progetto di fusioni che non incidono sui sopracitati diritti dei soci e dei terzi. Tuttavia, la norma prevede anche che le modifiche che eventualmente si vogliono apportare debbano essere previamente concordate dalle società e decise omogeneamente.

In capo alla deliberazione di fusione ricade anche un obbligo di pubblicità, infatti, la legge prevede che questa venga depositata per l'iscrizione presso il registro delle imprese insieme ai documenti richiesti dalla norma stessa.

2.2.5 Effetti

In questa ultima parte del paragrafo dedicato agli aspetti principali della normativa e agli effetti che l'operazione di fusione produce andremo ad analizzare come vengono trattati i rapporti giuridici delle società partecipanti all'operazione e quali sono le forme di tutela previste dalla legge sia a favore dei creditori che dei soci al fine di completare in maniera esaustiva la descrizione degli impatti che tale operazione straordinaria ha sui soggetti coinvolti.

Partendo dall'analisi del trattamento dei rapporti giuridici è importante evidenziare che in dottrina non vi è piena concordanza riguardo la natura giuridica dell'operazione, tanto da poter individuare due diverse correnti di pensiero sull'argomento.

La teoria estintivo-costitutiva, prevalentemente seguita negli anni passati, riteneva che la fusione fosse un fenomeno di tipo successorio e che comportasse l'estinzione di uno o più soggetti (le società fuse o incorporate) e la successione della totalità dei rapporti giuridici ad essi relativi a favore di un altro soggetto.

La dottrina più recente, invece, accoglie la c.d. teoria modificativa secondo cui l'operazione di fusione non genera nessuna estinzione e costituzione di soggetti giuridici, bensì, comporta semplicemente una modifica degli statuti delle società coinvolte, allo scopo di renderne omogenea la disciplina e permetterne in tal modo l'unificazione. In sostanza, non si assisterebbe alla formazione di nessun nuovo contratto, ma alla prosecuzione di quelli già esistenti, modificati in modo opportuno, in ottemperanza, tra l'altro, al principio di perfetta continuità dei rapporti partecipativi dei soci su cui si basa l'operazione straordinaria in analisi. Invece, in accordo con la teoria estintivo-costitutiva richiamata in precedenza, si avrebbe al contrario, l'irragionevole conseguenza che sul socio dovrebbe gravare l'estinzione della società a cui partecipa e l'adesione forzata ad una nuova società.

Ad avallare il filone della teoria modificativa c'è anche l'ordinamento stesso, che dopo la riforma societaria, in sostituzione al precedente termine "estinte", che veniva utilizzato in riferimento alle società fuse o

incorporate, ha introdotto l'espressione "società partecipanti alla fusione", ed inoltre ha esplicitamente previsto che la società risultante dall'operazione o incorporante assume tutti i diritti e gli obblighi delle società fuse o incorporate, "*anche processuali*", anteriori alla fusione.

Come abbiamo già anticipato, la normativa prevede delle forme di tutela nei confronti dei creditori e dei soci delle società coinvolte nell'operazione.

Per quanto concerne la tutela dei creditori va evidenziato che proprio in ragione degli obblighi delle società fuse o incorporate che non si estinguono per effetto dell'operazione ma proseguono in capo alla società risultante o incorporante, come già esaustivamente descritto in precedenza, la fusione potrebbe comunque ledere la garanzia dei creditori delle società coinvolte, in virtù del fatto che sul patrimonio a garanzia di tali soggetti, per effetto dell'unificazione prodotta dall'operazione, concorrono anche i creditori delle altre società che partecipano all'operazione. Per tale motivo la legge ha predisposto un sistema di garanzia altamente efficace. Infatti, la fusione può essere attuata solo dopo che sia decorso un termine pari a sessanta giorni (che si può ridurre a trenta se all'operazione non partecipano società per azioni) dall'iscrizione nel registro delle imprese delle deliberazioni delle società interessate, durante il quale i creditori hanno la possibilità di opporsi laddove ritengano che l'operazione possa ledere i propri interessi.

Per quanto riguarda la tutela dei soci, anche in questo caso la normativa ha introdotto un sistema di garanzia per tali soggetti che prevede disposizioni diverse a secondo che si tratti dell'azionista o del socio della società a responsabilità limitata e di persone. Soffermandoci solo sulle disposizioni che riguardano gli azionisti, emerge che la norma non considera quale causa che attribuisce al socio il diritto di recesso l'operazione di fusione. Rappresentando la fusione una serie di modificazioni dello statuto, però, è concesso optare per il diritto di recesso nel caso in cui l'operazione generi una delle modifiche dello statuto per le quali tale diritto è ordinariamente attribuito. Nella circostanza in cui una società quotata si fonda con una società non quotata, con conseguente perdita a scapito del socio del vantaggio di pronta negoziabilità dei propri titoli, la legge prevede la possibilità di estendere il diritto di recesso a loro favore.

Un aspetto di elevata rilevanza con riferimento alla tutela del socio è rappresentato dalla congruità nella determinazione del rapporto di cambio, infatti, mentre la maggioranza assembleare ha piena discrezionalità nella decisione riguardante la convenienza o meno dell'operazione, il singolo socio ha senza dubbio il diritto ad una determinazione del rapporto di cambio che non vada a ledere il contenuto economico della quota di partecipazione in suo possesso. A tutela di un eventuale pregiudizio che potrebbe derivare da una non congrua determinazione del rapporto di cambio, c'è l'elevatissima quantità e qualità di set informativi che la disciplina attuale dell'operazione di fusione fornisce al socio per garantirgli la possibilità di valutare l'effetto della fusione sui propri diritti patrimoniali.

2.3 Gli elementi quantitativi

Proseguiamo con la descrizione e l'analisi degli aspetti quantitativo-contabili fondamentali per la comprensione delle principali disposizioni dell'ordinamento in tema contabile e il centrale tema del rapporto di cambio di cui individueremo la definizione e le modalità per la sua determinazione.

2.3.1 Divieto di assegnazione di azioni o quote e deroga ai limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie

Secondo la normativa in tema di operazioni di fusione si prevede il divieto in capo alla società risultante dalla fusione di entrare in possesso di azioni proprie per effetto del concambio. Questa disposizione è stata introdotta per evitare che, nella circostanza in cui la società incorporante detenga azioni della società incorporata (o delle società incorporate), proceda a concambiarle con azioni di nuova emissione, ma ha l'obbligo di procedere al loro annullamento.

La legge, inoltre, al fine di evitare che l'applicazione del concambio sulle azioni proprie detenute dalle società incorporate o fuse determini l'emissione di azioni proprie da parte dell'incorporante o della società risultante dall'operazione, prevede l'estensione del divieto di assegnazione di azioni o quote anche nella circostanza in cui, appunto, le società fuse o incorporate detengano azioni proprie.

Circostanza diversa è quella in cui la società incorporata detenga azioni o quote della società incorporante che, per effetto dell'operazione di fusione, si trasferirebbero nel patrimonio di quest'ultima, che a quel punto deterrebbe azioni proprie. In questa ipotesi, infatti, l'acquisizione di azioni proprie non è scaturita dall'emissione di nuove azioni per effetto del concambio e la fattispecie rientra nella disciplina dedicata ai "casi speciali di acquisto delle proprie azioni". In ottemperanza a tale disposizione la generale disciplina relativa all'acquisto di azioni proprie non viene applicata nella circostanza, fra le altre, di acquisizione "per effetto di successione universale o di fusione o scissione". In tali casi, se viene superata la soglia della quinta parte del capitale sociale relativamente alle azioni proprie detenute si deve comunque procedere alla loro alienazione o al loro annullamento con conseguente riduzione del capitale sociale, ma nel maggior termine pari a tre anni.

2.3.2 Il rapporto di cambio

Il concetto di rapporto di cambio può essere definito come la quantità e configurabilità delle azioni della società risultante dall'operazione o della società incorporante che verranno assegnate ai soci delle società fuse o incorporate in cambio di quelle che verranno ritirate ed annullate per effetto del concambio.

La determinazione di tale rapporto di cambio deriva quindi dal valore che viene attribuito alle azioni di ogni società coinvolta nell'operazione che, a sua volta, dipende in prima approssimazione dal semplice rapporto del valore del capitale economico ed il numero di azioni che vanno a comporre il suo capitale sociale.

Possiamo dire quindi che le variabili fondamentali per la determinazione del rapporto di cambio sono:

- W_a : valore del capitale economico della società incorporante;
- W_b : valore del capitale economico della società incorporata;
- N_a : numero di azioni che compongono il capitale sociale dell'incorporante;
- N_b : numero di azioni che compongono il capitale sociale dell'incorporata.

Una volta individuate le variabili necessarie, la formula per la sua determinazione è la seguente:

$$\frac{W_a}{N_a} = U_a \Rightarrow \text{valore unitario delle azioni della società incorporante}$$

$$\frac{W_b}{N_b} = U_b \Rightarrow \text{valore unitario delle azioni della società incorporata}$$

$$\frac{U_a}{U_b} = R \Rightarrow \text{rapporto di cambio}$$

ossia,

$$R = \frac{W_a \times N_b}{N_a \times W_b}$$

È ovvio che nel caso di fusione per unione si determinerebbero tanti rapporti di cambio quante sono le società partecipanti alla fusione e la formula per la loro determinazione sarebbe la seguente:

$$R_a = \frac{\frac{W_a}{W_a + W_b} \times N_c}{N_a}$$

$$R_b = \frac{\frac{W_b}{W_a + W_b} \times N_c}{N_b}$$

dove,

N_c : Totale del numero di azioni della società risultante dall'operazione

Infine, in merito al rapporto di cambio, è fondamentale evidenziare che quest'ultimo determinato come mero rapporto tra i capitali economici delle società partecipanti all'operazione può essere definito anche "di prima approssimazione" o "teorico" poiché su di esso possono influire diversi fattori, quali:

- caratteristiche proprie dei titoli scambiati;
- rapporto esistente fra le quotazioni in borsa;

- eventuale conguaglio in denaro;
- elementi di natura extra-economica.

2.3.3 Le differenze di fusione

Una delle conseguenze contabili dirette del consolidamento dei patrimoni delle società coinvolte nell'operazione di fusione è rappresentata dall'emersione nel bilancio iniziale del nuovo complesso aziendale di poste di pareggio contabile che vengono comunemente denominate "differenze di fusione". Esse vanno ad incidere sia sulla rappresentazione della situazione patrimoniale post-fusione sia sui successivi risultati d'esercizio tramite la loro eventuale imputazione (diretta o indiretta, integrale o per quote) al conto economico. Risulta per questo fondamentale comprendere la loro natura economica, e la loro corretta esposizione in bilancio al fine di garantire il rispetto del principio di chiarezza di quest'ultimo e di rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società e del risultato economico d'esercizio.

Si possono distinguere due diverse tipologie di differenze di fusione, alle quali corrispondono diverse cause generatrici ed una differente natura economica: le differenze da concambio e le differenze da annullamento.

Partendo dalla descrizione della prima tipologia indicata precedentemente, le differenze da concambio si generano nel momento in cui vengono consolidate le situazioni patrimoniali delle società interessate alla fusione quali poste di pareggio contabile fra l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante e la corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata detenuto dai soci terzi.

Quando l'aumento di Capitale Sociale deliberato dall'incorporante risulta essere maggiore rispetto alla corrispondente frazione di patrimonio netto contabile, allora, si avrà un disavanzo da concambio, invece quando, al contrario, l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante risulta essere minore rispetto alla corrispondente frazione di patrimonio netto contabile, allora, si avrà un avanzo da concambio.

Volendo analizzare le cause da cui deriva l'emersione di tali poste di bilancio vediamo che, mentre una delle due variabili (l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporata) della differenza è data, l'altra (l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante) è determinata dal rapporto di cambio, e quindi, è possibile affermare che le differenze da concambio emergono a causa del differente valore corrente per unità di valore nominale attribuito alle azioni o quote oggetto del concambio, ossia del differente rapporto tra valore contabile e valore corrente del patrimonio delle società coinvolte.

In sintesi possiamo quindi affermare che:

- I disavanzi da concambio sono generati nella circostanza in cui il valore corrente per unità di valore nominale del capitale della società incorporante risulta essere minore di quello della società incorporata. Sorgono quindi dal maggior apprezzamento relativo (per unità di valore nominale) delle azioni della seconda rispetto a quelle della prima;
- Gli avanzi da concambio sono generati, invece, nella circostanza in cui il valore corrente del capitale della società incorporante per unità di valore nominale è maggiore rispetto a quello della società

incorporata. Sorgono, quindi dal maggiore apprezzamento relativo (per unità di valore nominale) delle azioni della prima rispetto a quelle della seconda.

Per quanto concerne le differenze di annullamento vediamo che queste riguardano solo le fusioni per incorporazione e vengono generate dalla circostanza in cui la società incorporante detenga una partecipazione nella incorporata. In tale caso, a fronte del recepimento delle attività e passività della società incorporata, l'incorporante non può procedere, per tale partecipazione, all'aumento di capitale sociale e all'assegnazione a sé medesima, nella propria qualità di socio, delle relative azioni, ma dovrà procedere all'annullamento della partecipazione detenuta. La differenza che emerge, nel momento in cui vengono consolidate le situazioni patrimoniali, fra il valore di carico della partecipazione annullata e la corrispondente quota di patrimonio netto contabile che l'incorporante detiene rappresenta la differenza da annullamento.

Si avrà:

- Un disavanzo da annullamento nella circostanza in cui il valore di carico della partecipazione da annullare sia maggiore rispetto alla corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata;
- Un avanzo da concambio quando, al contrario, il valore di bilancio della partecipazione da annullare risulta essere minore rispetto alla corrispondente quota di patrimonio netto contabile.

2.4 Il processo valutativo e i metodi utilizzati

In questo paragrafo finale del capitolo dedicato all'analisi tecnica dell'operazione di fusione andremo ad individuare le caratteristiche principali del processo valutativo necessario alla concretizzazione della fusione e a descrivere i metodi che sono stati utilizzati dalle società partecipanti all'operazione oggetto di analisi della tesi, al fine di avere le conoscenze necessarie alla comprensione delle valutazioni effettuate.

In prima analisi è fondamentale definire il concetto di processo valutativo e individuare tutte le tipologie di criteri che la teoria mette a disposizione.

È possibile definire la valutazione d'azienda come il processo logico di individuazione del valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'impresa con le sue articolazioni sistematiche di beni, persone e la relativa organizzazione.

Possiamo distinguere valutazioni d'azienda di diversa natura:

- Esterne o interne: la distinzione dipende dal soggetto che attua la valutazione e dal livello di conoscenza dell'azienda su cui si basa la stessa (quella esterna si limita alla base documentale);
- Legali o volontarie: la distinzione dipende dalla circostanza in cui la legge preveda la valutazione o meno e che quindi sia effettuata in maniera volontaria tra le parti;

- Indipendenti o di Parte: la differenza dipende dalla soggettività o meno della stima e vengono definite come indipendenti quelle valutazioni che prescindono dalla stima soggettiva dell'eventuale acquirente/venditore.

Negli ultimi anni si è evidenziata un notevole incremento del focus sulle valutazioni aziendali e se dovessimo trovare le ragioni alla base di tale incremento sicuramente potremmo individuarlo nella rilevanza che ha assunto la crescita delle imprese per via esterna, che evidenzia l'esigenza di monitorare il rischio di acquisizioni a prezzi eccessivi e, per i venditori, di evitare cessioni a condizioni non adeguate; alla frequenza e alla complessità delle operazioni sul capitale e delle operazioni di finanza straordinaria; all'esigenza di monitorare i rapporti tra quotazioni di mercato e valori intrinseci in special modo da parte delle società sottovalutate e per questo a rischio di scalate; e alla diffusa opinione secondo cui i valori rappresentati nel bilancio non sono in grado di rappresentare le performance dell'impresa in modo realistico.

Nella teoria valutativa è possibile individuare due potenziali approcci di valutazione che vengono utilizzati dalle aziende:

- L'approccio assoluto: che si fonda su modelli e formule. Le valutazioni effettuate mediante tale approccio si basano sul concetto di "valore" che può essere definito come una grandezza stimata attraverso previsioni e congetture (si può dire, in sostanza, che si tratta di opinioni)
- L'approccio relativo: che si fonda sui moltiplicatori. Le valutazioni effettuate mediante tale approccio, invece, si basano sul concetto di "prezzo" che costituisce un dato che emerge dal mercato.

I due concetti di valore e prezzo vengono entrambi influenzati da variabili sia esterne che interne rispetto alla realtà dell'azienda. Le variabili esterne, che non sono sotto il controllo dell'azienda, sono essenzialmente costituite da aspetti generali e peculiarità settoriali. Le variabili interne, invece, si riferiscono a informazioni riguardanti i flussi attesi, i rischi e i valori *stock* tangibili e intangibili. Sul concetto di prezzo, inoltre, vanno ad influire anche ulteriori variabili, che possono essere ricondotte al "paradigma di mercato" e ai *deal prices*, oltre che ad elementi come la capacità aziendale relativamente alla gestione dei propri moltiplicatori e a influenzare le opinioni della comunità finanziaria.

Passando al tema dei criteri di valutazione che la teoria mette a disposizione vediamo che la dottrina ha elaborato diversi metodi valutativi, ma è ovvio che non ne esiste uno migliore rispetto agli altri per poter stimare il capitale economico di un'azienda, bensì la scelta deve avvenire in base a diversi fattori, quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, la finalità della valutazione, l'ambito di applicazione, il settore di appartenenza dell'azienda o il contesto economico entro cui essa opera.

Al fine di arrivare ad un valore del capitale economico che sia il più attendibile possibile, la teoria tende a favorire l'applicazione di una pluralità di metodi che tipicamente risultano essere diametralmente opposti.

Quando vengono utilizzati più criteri valutativi emerge l'esigenza di definire il ruolo di ognuno di essi seguendo uno tra i seguenti approcci:

- gerarchico: viene impiegato un metodo principale e un altro di controllo;
- sintetico: viene effettuata una media, semplice o ponderata, dei valori ottenuti;
- range di valori: viene creato un range di valori minimo/massimo, entro cui poi viene scelto il valore finale;
- misto: nell'ambito dell'approccio gerarchico vengono utilizzati molteplici metodi principali che si concludono con una media o con un range di valori e successivamente si passa alla verifica della validità attraverso un metodo di controllo.

È possibile suddividere i principali metodi di valutazione individuati dalla dottrina in due macrocategorie: metodi relativi, anche definiti "diretti" poiché fondano la valutazione su dati di mercato e deducono direttamente da osservazioni di parametri e indicatori; e metodi assoluti che, invece, sono definiti anche "indiretti" poiché fondano la valutazione su dati oggettivi e basi di razionalità, obiettività e neutralità.

All'interno delle categorie sopracitate, inoltre, si inseriscono diversi metodi di valutazione. Vediamo, infatti, che tra i metodi relativi sono compresi i metodi di mercato e il metodo dei multipli, mentre nei metodi assoluti sono compresi il metodo reddituale, il metodo finanziario e il metodo patrimoniale.

Il metodo reddituale ed il metodo finanziario vengono definiti anche metodi dei frutti attesi, questo perché una fase principale nell'applicazione di questi metodi è costituita dalla stima degli svolgimenti e degli esiti della gestione futura dell'azienda. Tale stima, generalmente, tiene conto dei periodi annuali, al termine dei quali si ipotizza maturino i "frutti" e si espliciti la possibilità di coglierne gli esiti.

Nell'applicazione dei metodi basati sui flussi (i frutti attesi) possiamo distinguere due approcci:

- *Levered (Equity side)*: l'obiettivo è quello della stima del valore dell'*equity*, al netto della *Posizione Finanziaria Netta (PFN o NFP)*. I flussi che vengono presi in considerazione sono quelli che spettano ai soli azionisti e vengono attualizzati al costo dell'*equity* (calcolato attraverso il *CAPM - Capital Asset Pricing Model*). Applicando tale approccio si arriva al c.d. *Equity Value*;
- *Unlevered (Asset side)*: l'obiettivo è quello di stimare il valore del capitale investito nell'impresa, indipendentemente da come questo sia stato finanziato. I flussi che vengono presi in considerazione sono quelli a disposizione di tutti i finanziatori dell'impresa (*equity e/o leva finanziaria*) e vengono attualizzati al *WACC (Weighted Average Costs of Capital)*. Attraverso l'applicazione di tale approccio si arriva al c.d. *Enterprise Value*.

2.4.1 Problematiche di valutazione nella fusione

Quando si procede ad analizzare le caratteristiche principali riguardanti il processo valutativo tipico delle operazioni straordinarie di fusione, solitamente si usa confrontarla con un'altra operazione straordinaria: la cessione d'azienda.

Come nelle cessioni d'azienda, anche nelle fusioni si assiste alla negoziazione di capitali d'impresa e per questo è necessario procedere ad una valutazione delle aziende interessate.

Andando ad accostare le due diverse tipologie di operazioni straordinarie emergono due circostanze per cui queste differiscono tra loro:

- 1) nella cessione uno dei due soggetti partecipanti all'operazione (il cedente) esce dall'investimento a fronte dell'ottenimento di un corrispettivo in denaro, mentre nella fusione entrambi i soggetti continuano a partecipare all'investimento in atto in modo congiunto;
- 2) le valutazioni di fusione non avranno lo scopo, come nel caso della cessione, di rilevare un corrispettivo in denaro, bensì la percentuale di partecipazione da attribuire a ciascuna delle parti componenti il nuovo complesso aziendale.

Per quanto concerne la prima caratteristica indicata vediamo che risulta essere in coerenza con la natura dell'operazione di cessione il fatto che la valutazione del complesso aziendale oggetto del trasferimento da parte di un soggetto indipendente debba essere effettuata tenendo in considerazione i flussi di cassa o i redditi prospettici dello stesso, considerato in maniera isolata, nelle condizioni e con le potenzialità che lo caratterizzano al momento della valutazione, con i punti di forza e di debolezza attuali. In sintesi, bisogna tener conto delle condizioni esistenti della gestione aziendale senza prendere in considerazione l'eventuale effetto di interventi che potrebbero essere attuati da determinati acquirenti. Sostanzialmente la ratio valutativa deve basarsi sulle condizioni d'impresa e d'ambiente futuri trascurando le potenziali influenze che potrebbero essere esercitate dal nuovo contesto economico ed imprenditoriale in cui l'azienda, per effetto del trasferimento, verrà confluita. Gli incrementi o i decrementi del reddito e, quindi, di valore che eventualmente saranno generati da ciò potranno essere solo a vantaggio o svantaggio del soggetto acquirente.

Nell'operazione di fusione, invece, come abbiamo già anticipato, contrariamente a quanto abbiamo appena detto della cessione, non avviene l'uscita di un soggetto dall'investimento, bensì si assiste alla partecipazione congiuntamente dei soggetti partecipanti. Per questo, nel caso della fusione è logico evidenziare che non è opportuno ipotizzare l'utilizzo dello stesso ragionamento valutativo della cessione dato il diverso obiettivo economico-aziendale perseguito dalle due operazioni straordinarie. Infatti, le diverse condizioni d'impresa e d'ambiente, che caratterizzeranno il nuovo complesso aziendale per effetto della fusione, contrariamente a quanto abbiamo visto per la cessione, non potranno essere attribuite ad un solo soggetto, bensì a tutti i soggetti partecipanti alla costituzione del nuovo organismo economico (quindi tutte le società partecipanti all'operazione di fusione), dato che la finalità di tale operazione è esattamente quella di individuare

congiuntamente migliori e diverse condizioni relativamente allo svolgimento dell'attività rispetto a quelle dei singoli soggetti partecipanti considerati isolatamente.

Volendo individuare una logica valutativa in coerenza con la natura economica dell'operazione di fusione, essa dovrebbe basarsi sulla ripartizione del valore della combinazione economica generata dalla fusione fra i soggetti che hanno partecipato alla sua costituzione proporzionalmente alla capacità dell'apporto di ciascuno di essi di contribuire alla produzione complessiva dei redditi futuri.

In sostanza, bisognerebbe andare a ripartire tra le imprese che concorrono alla formazione del complesso aziendale risultante dall'operazione il vantaggio differenziale in termini di redditi prodotti e, di conseguenza in termini di valore, del nuovo organismo rispetto alla somma delle redditività e dei valori delle singole imprese stesse in proporzione alla capacità di ciascuna di esse di apportare condizioni che portino ad una gestione futura più profittevole.

Con quanto detto fin ora non si vuole arrivare ad affermare che nelle operazioni di fusione non bisogna mai procedere alla valutazione del capitale economico di ciascuna impresa ipotizzando un funzionamento futuro autonomo. La valutazione, anzi, rappresenta proprio il momento che precede in senso logico, necessario anche nelle operazioni di fusione, allo scopo di garantire agli azionisti un set informativo il più esteso possibile, e fornire loro le condizioni per una valutazione più conscia riguardo la convenienza o meno della fusione. Infatti, il valore economico del proprio capitale secondo ipotesi di funzionamento autonomo costituisce, per le diverse compagnie sociali, sulla base di un approccio razionale, il valore particolare minimo da ritenersi accettabile nella transazione.

Il valore generale o teorico che potrebbe essere attribuito da un soggetto indipendente ai capitali economici delle aziende partecipanti all'operazione dovrebbe, tuttavia, tener conto della ratio teoricamente più coerente con la natura dell'operazione e, di conseguenza, dell'apporto di ciascuna azienda in termini di contribuzione alla redditività futura del nuovo organismo aziendale.

Spostandoci dall'ambito teorico, di cui comunque bisogna avere contezza, all'ambito pratico, si rileva la complessità che caratterizza l'attività di individuazione del contributo apportato da ciascuna azienda alla futura redditività del complesso aziendale risultante dall'operazione.

Infatti, per effetto della fusione si assiste alla confluenza in capo ad un unico soggetto sia dell'elemento patrimoniale che di quello personale che già facevano capo ai diversi soggetti partecipanti, e di conseguenza, ad una futura generazione unitaria di flussi di cassa o di reddito.

Il processo di ripartizione di tale flusso univoco di reddito fra gli apporti originari diviene un'attività basata su dati caratterizzati da una significativa incertezza che rischia di sconfinare nell'arbitrarietà portando, in sostanza, ad un grado di indeterminatezza non accettabile del criterio adottato e ad una sua conseguente inapplicabilità. In tale circostanza sarà quindi necessario ripiegare sulla valutazione dei capitali economici delle aziende coinvolte nell'ipotesi di un loro funzionamento futuro autonomo, al fine di poter comunque giungere all'individuazione dei rapporti di cambio, ricorrendo quindi, per esigenze pratiche, al metodo valutativo che abbiamo sopra definito come teoricamente non adeguato.

Con riferimento alle applicazioni pratiche, sul presupposto che anche il criterio valutativo teoricamente più corretto deve poter contare su dati attendibili e su elementi di calcolo il più possibile oggettivi e verificabili, tale conclusione appare generalizzabile. La notevole soggettività rischia infatti, spesso, di poter essere tacciata di arbitrarietà.

Relativamente all'altra peculiarità dell'operazione di fusione che abbiamo individuato all'inizio del paragrafo, cioè la modalità di regolamento dell'operazione, che consiste nell'attribuzione ai soci delle società incorporate o fuse di azioni o quote della società risultante dall'operazione, si evidenzia in maniera evidente che questo "scambio in natura" produce un altro significativo elemento di diversità rispetto all'operazione di cessione, infatti in quest'ultima il corrispettivo è costituito, tipicamente, da una somma in denaro che, quindi, per definizione, non necessita di essere oggetto di valutazione, nella fusione, invece, si dovrà procedere ad una valutazione anche del corrispettivo, dato che questo consiste in azioni o quote rappresentative del capitale della società risultante dall'operazione. Conseguentemente a quanto detto fin ora, tale aspetto fa sì che il valore di ciascuna azienda coinvolta nell'operazione di fusione assume carattere di relatività rispetto a quello delle altre: dato che la finalità delle valutazioni di fusione è, in sostanza, quella di effettuare la ripartizione dei diritti di partecipazione al capitale del nuovo organismo, il socio non ha interesse al valore assoluto delle proprie azioni, bensì al valore relativo delle stesse in relazione a quello attribuito alle altre.

Da ciò scaturisce che per una determinazione del rapporto eseguita correttamente ciò che rileva è che i dati che vengono paragonati siano confrontabili. Di conseguenza, nell'ambito applicativo, si assiste alla traduzione del carattere di "relatività delle valutazioni di fusione" in un principio di "omogeneità" dei metodi valutativi da utilizzare. Quindi, bisogna procedere, nella loro valutazione, ove possibile, con criteri uniformi.

La possibilità di utilizzare in maniera efficace i medesimi criteri valutativi, nonostante tutte le aziende costituiscano un'entità completamente originale, generalmente, si manifesta laddove le imprese operano nel medesimo settore.

Ciò che viene evidenziato dalla dottrina e dalla prassi più accreditata, come abbiamo anticipato nei paragrafi precedenti, è altresì l'opportunità, se non la necessità, dell'applicazione di più metodi di stima. Tale ipotesi si basa sullo scopo di determinare un intervallo di valori da comporre in sintesi tramite medie in varie modalità ponderate oppure per disporre di un metodo di controllo rispetto ai metodi applicati per la valutazione. Il principio dell'adozione di una pluralità di criteri, opportuno in qualunque ipotesi valutativa, appare di primaria necessità nel caso delle valutazioni di fusione caratterizzate senza dubbio da complessità di stima maggiori.

2.4.2 Discounted cash flow

Come abbiamo individuato in precedenza, tra i diversi modelli che vengono messi a disposizione dalla dottrina in materia di teoria valutativa nell'ambito della categoria dei metodi assoluti si distingue il metodo finanziario che è anche il primo tra i metodi elencati che il Gruppo Nexi ha applicato nell'ambito dei processi valutativi nelle operazioni di fusione con le società Nets e SIA.

Volendo analizzare tale criterio valutativo, anche definito mediante il nome di *Discounted Cash Flow* (o *DCF*), è importante sottolineare che è un metodo di valutazione estremamente diffuso (in particolar modo nel contesto anglosassone e prevalentemente in alcuni contesti professionali, come ad esempio, il settore delle banche d'affari) dotato di consistenza teorica, ma non sempre affidabile nell'ambito pratico.

L'ipotesi su cui si basa il *DCF* è di estrema chiarezza e semplicità: nel lungo termine nessuna impresa può distribuire dividendi in misura superiore alla sua capacità di generare flussi di cassa.

Nel breve periodo i flussi di cassa non riescono a fornire una previsione precisa riguardo la capacità dell'impresa di produrre flussi di cassa nel lungo termine. Il metodo finanziario, quindi, è caratterizzato da un'elevata probabilità di indurre in errore per via della complessità nel distinguere fra componenti di tipo transitorio e componenti permanenti dei flussi attesi nel periodo di previsione esplicita; distinzione di elevatissima importanza per non cadere in errore nella stima del c.d. *Terminal Value* (elemento che rappresenta il valore finale dell'azienda al termine del periodo di previsione analitica).

Nell'individuazione dei vantaggi generati dall'applicazione del *DCF* si evidenzia sicuramente la maggiore oggettività rispetto ai metodi valutativi basati sul reddito, dato che il questo si basa sui flussi di cassa prodotti dalla gestione e non contempla le voci di costo e ricavo che non hanno natura monetaria (c.d. *accruals*) nella cui determinazione ci si espone in parte a valutazioni convenzionali e soggettive del management, ma che tuttavia risponde proprio alla necessità di normalizzare gli utili. Inoltre, questo vantaggio appartiene solo a tale criterio, perché non può basarsi sui flussi di cassa grezzi altrimenti si avrebbe la completa inaffidabilità dei risultati ottenuti.

Per poter applicare il *DCF* è necessario procedere alla stima dei cosiddetti *Free Cash Flow*, una configurazione di flussi di cassa corretti al fine di esprimere una quantità di risultato proiettabile oltre l'orizzonte di previsione esplicita.

Infatti, i flussi di cassa grezzi possono essere facilmente influenzati da effetti transitori e rappresentano spesso una base non affidabile dei flussi di risultato permanenti. Al contrario di quanto si sostiene, quindi, il *DCF* necessita di un significativo sforzo di normalizzazione dei risultati. Tale sforzo spesso è così elevato che porta alla necessità, nella stima del *Terminal Value*, di ricorrere a configurazioni di reddito anziché di flusso di cassa.

In sostanza, per poter arrivare ad effettuare la valutazione dell'impresa attraverso l'applicazione del metodo finanziario, come abbiamo visto precedentemente nella descrizione dei metodi basati sui "frutti attesi", si procede all'attualizzazione dei cosiddetti flussi *unlevered* (disponibili ai soli azionisti – *Free Cash Flow*), operando in una prospettiva *Asset Side*, utilizzando come tasso di attualizzazione il costo del capitale proprio determinato attraverso il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, il quale coincide con il rendimento richiesto dagli investitori, pervenendo così all'*Enterprise Value* (se a questo viene sottratta la Posizione Finanziaria Netta si ottiene il valore del Patrimonio Netto anche definito *Equity Value*); oppure si opera in una prospettiva *Equity Side* mediante l'attualizzazione dei flussi *levered* (disponibili per gli azionisti e per i creditori – *Free Cash Flow to Equity*), utilizzando come tasso di attualizzazione il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*

che rappresenta la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda, pervenendo in tal modo all'*Equity Value*.

2.4.3 Metodo dei multipli di mercato: approccio delle società comparabili e approccio delle transazioni comparabili

Tra i metodi applicati nelle operazioni di fusione tra Nexi, Nets e SIA vengono indicati anche quei metodi che nell'ambito della categoria dei metodi relativi vengono definiti come metodi dei multipli.

I metodi dei multipli si basano sui cosiddetti moltiplicatori che rappresentano uno strumento che è di fondamentale importanza per ogni genere di professionista che si occupi di valutazione aziendale. Infatti, le categorie di utilizzatori di questi multipli sono sostanzialmente il mondo professionale e le *merchants*, *investment banks* e gli analisti.

Possiamo distinguere nel contesto dei criteri valutativi dei multipli due diversi approcci che sono:

- l'approccio delle società comparabili;
- l'approccio delle transazioni comparabili.

Entrambi gli approcci sono stati utilizzati nei casi in esame e ciò che hanno in comune sono alcuni concetti ispiratori, ma sono caratterizzati anche da significative differenze. In sostanza, nel primo approccio si fa riferimento ad un campione di società quotate comparabili e quindi ai prezzi indicati dalle borse, da cui vengono dedotti i multipli ai fini della valutazione dell'impresa *target*; invece, nel secondo approccio si prendono in considerazione i prezzi di negoziazione, che in genere riguardano il controllo o comunque pacchetti rilevanti, di società comparabili.

Partendo dalla descrizione dell'approccio delle società comparabili vediamo che gli esperti distinguono diverse fasi che caratterizzano la sua applicazione:

- scelta del campione delle società comparabili;
- scelta dei moltiplicatori;
- scelta di dati affidabili;
- elaborazioni e scelte finali.

Risulta di estrema importanza l'analisi delle diverse fasi che abbiamo appena elencato al fine di comprendere completamente l'approccio in analisi.

Per quanto concerne la prima fase, rappresentata dalla scelta del campione delle società comparabili, è da evidenziare che due società non presenteranno mai caratteristiche che le rendano identiche (non esistono società "sosia") e per questo la comparabilità è senza dubbio caratterizzata da una determinata approssimazione, tenendo conto che più rigide sono le regole di omogeneità imposte meno esteso è il campione

a cui si può giungere. Per questo bisogna cercare di raggiungere un equilibrio accettabile tra le necessità in contrapposizione che abbiamo appena visto.

Ciò che gli esperti cercano di individuare, al fine provare a fornire una soluzione il più efficace possibile alla difficoltà nella ricerca del campione, è una serie di fattori che bisogna tenere in considerazione in tale fase.

I fattori individuabili sono i seguenti:

- l'appartenenza allo stesso settore: anche se l'appartenenza ad un medesimo settore rappresenta un fattore necessario per tale attività di ricerca, questo non consente di dare la certezza riguardo la comparabilità delle società che vi appartengono, infatti, l'omogeneità necessita della considerazione di aspetti più specifici;
- la dimensione: è senza dubbio un fattore fondamentale relativamente all'omogeneità, infatti la dimensione influenza in maniera significativa molteplici fattori (l'efficienza produttiva, commerciale e degli acquisti; la diversificazione spaziale; i prezzi di vendita; il costo dei capitali);
- i rischi finanziari: questo fattore, anch'esso fondamentale in tale fase, si traduce nella struttura del capitale (in genere, nel rapporto tra debiti e capitale proprio), nell'equilibrio finanziario misurato dagli indici caratteristici, in generale nella credibilità che si gode presso il sistema finanziario;
- l'omogeneità effettiva (e non solo apparente) dei risultati assunti alla base dei multipli: tale fattore è relativo in special modo alle performance rappresentate nelle ultime linee del conto economico, in particolare l'utile netto e il reddito operativo;
- la governance: uno dei motivi da cui dipende l'omogeneità o meno di due società quotate è rappresentato proprio dalla loro governance rappresentando l'aspetto del controllo societario, della struttura di gruppo, dei poteri attribuiti alle azioni;
- la trasparenza: società caratterizzate da una scarsa trasparenza per via di una carente apertura alla comunicazione, per giudizi negativi riguardanti comportamenti del passato, per determinate incertezze prospettive o per motivazioni simili possono essere escluse dal campione di società comparabili, per ragioni di sostanziale eterogeneità, infatti nei confronti di queste società si rileva una posizione di diffidenza da parte del mercato, che le penalizza attraverso moltiplicatori "non in linea" rispetto alle situazioni normali;
- lo stadio di vita dell'azienda: in relazione a stadi particolari della vita della società (*start-up*, *turnaround*, maturità molto avanzata ecc...), è spesso complesso formare un campione rilevante, in scarsità di comparabili che si trovino nello stesso stadio;
- i modelli di business: in alcuni settori le società quotate evidenziano motivazioni di più o meno evidente eterogeneità connesse alla sostanziale differenza riguardante i loro modelli di business e delle strategie su cui essi basano. Questa è la manifestazione più evidente dell'esigenza di delineare il settore a cui le società campione appartengono in modo rigido e restrittivo. Settori troppo estesi e definiti in

maniera troppo generica potrebbero far cadere nell'errore di mettere insieme campioni comparabili di scarso o nullo significato.

Per quanto riguarda la fase della scelta dei moltiplicatori vediamo che quelli utilizzati a livello pratico si suddividono in due categorie: *equity side* e *asset side*. L'elemento che li differenzia è rappresentato dal numeratore del multiplo:

- nei multipli *equity side*, il numeratore è costituito dal prezzo di borsa delle azioni o dalla capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale;
- nei multipli *asset side*, invece, il numeratore è rappresentato dall'investimento nell'attivo lordo, solitamente riconosciuto come la somma tra la capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto (Valore del capitale + Debiti – Liquidità). In tal caso il numeratore viene espresso attraverso il concetto di EV (*Enterprise Value*), corrispondente all'attivo lordo.

Un'ulteriore distinzione che può essere fatta nell'ambito di questi moltiplicatori è dovuta dalle quantità che vengono indicate al denominatore: in sostanza si tratta di misure di performance, cioè di risultato periodico, ma anche di altre quantità sia contabili (ad esempio il *book value*), sia di natura differente.

Laddove il denominatore esprima una performance, c'è la necessità che i risultati di periodo assunti siano prima di tutto coerenti con il numeratore. Ciò significa che, per i multipli *equity side*, i risultati (utili netti o margini operativi) vanno considerati dopo gli interessi passivi (*unlevered*); per i multipli *asset side* i risultati sono invece considerati prima degli interessi passivi (*levered*).

Un aspetto altrettanto importante, in riferimento alla classificazione dei multipli, è il livello in cui si pone la performance. Un concetto che solitamente viene evidenziato a livello pratico nel contesto anglosassone si fonda sull'ipotesi che più in alto la misura di performance si posiziona nel conto economico, meno essa viene influenzata dalla discrezionalità delle politiche seguite nella redazione del bilancio.

Secondo la dottrina maggiormente condivisa, le medesime motivazioni che hanno portato alla diffusione dei multipli hanno anche spinto verso un ricorso maggiore ai multipli *asset side*, i quali oggi rappresentano lo strumento di valutazione relativa più applicato.

Passando all'analisi della fase relativa alla scelta dei dati affidabili, è importante tenere in considerazione che nelle applicazioni dei multipli un elemento principale è la disponibilità di affidabili banche dati di riferimento per gli utilizzatori, le quali rappresentano la materia prima necessaria per effettuare le valutazioni relative e devono essere necessariamente caratterizzate da completezza e attendibilità.

A completamento della descrizione delle fasi che caratterizzano l'approccio delle società comparabili si evidenziano l'elaborazione e le scelte finali. In tale fase i dati grezzi rappresentativi dei multipli e delle performance dell'azienda alla base della loro applicazione ad un'impresa *target* vengono di solito rielaborati con attenzione. A titolo esemplificativo, prendendo come riferimento uno dei multipli più utilizzati, P/E

(*Price/Earnings*), che prende in considerazione l'utile netto (E) come misura di performance, vediamo che gli esperti sottolineano spesso che il valore dell'utile netto non è per forza quello rappresentato in bilancio. Quindi, esso deve essere rettificato (o aggiustato) per eliminare le componenti straordinarie o non ricorrenti di reddito e, più in generale, per correggere politiche di bilancio che possano generare alterazioni del risultato d'esercizio. Attraverso l'esecuzione di interventi correttivi che possono riguardare il numeratore o il denominatore si passa da multipli grezzi a multipli rettificati che prendono il nome anche di multipli *adjusted* (se la correzione avviene al numeratore) e multipli *clean* (se la correzione avviene al denominatore).

Una volta completata la descrizione dell'approccio delle società comparabili possiamo passare a quella dell'approccio delle transazioni comparabili.

Il metodo delle transazioni comparabili (definito anche "di confronto diretto con i prezzi di società comparabili") si è diffuso grazie all'incremento della disponibilità di informazioni riguardanti transazioni che sono state raccolte in banche dati. Tale metodo è suggerito solitamente laddove si debba effettuare la valutazione di società a ristretta base azionaria anche se questa limitazione non è necessaria.

Il criterio dell'approccio delle transazioni comparabili si basa su informazioni connesse a negoziazioni effettivamente avvenute (in particolar modo acquisizioni e fusioni) di aziende comparabili ritenute omogenee in alcuni elementi fondamentali, sia quantitativi sia qualitativi.

In una prima versione il confronto non si esplica mediante indici o rapporti, bensì direttamente prendendo in considerazione i prezzi. In tale circostanza si è in presenza di un approccio che elimina qualunque apprezzamento soggettivo, inevitabile in qualsiasi altro metodo, e si svolge attraverso pure comparazioni obiettive. Inoltre, i vantaggi aggiuntivi sono rappresentati dalla facile comprensione per i non esperti, non necessitando il ricorso ad alcun apparato metodologico; dall'esclusione di ogni tipo di aggiustamento di valore connesso a premi di maggioranza, a sconti di minoranza ecc.; e dall'ulteriore esclusione delle ipotesi o delle convenzioni che solitamente caratterizzano altri metodi.

Volendo individuare quello che è il vero svantaggio nell'utilizzo di tale metodo si rileva la frequente scarsità di un numero adeguato di casi comparabili, oltre che alla complessità nell'ottenere dai soggetti protagonisti delle compravendite e fusioni d'azienda informazioni complete e veritiere, senza le quali è impossibile applicare il metodo. Proprio per tale motivo esso vede le proprie origini nel contesto anglosassone caratterizzato da una maggiore apertura all'informazione esterna dovuta anche a motivi culturali.

In una seconda versione invece, l'applicazione del metodo delle transazioni comparabili non si concretizza nella sola ricerca dei prezzi pagati per le società B, C, D per poter valutare A, questo perché tale procedimento sarebbe applicabile solo se le società in questione fossero identiche nella sostanza (per dimensione, risultati economici, prospettive, indebitamento ecc...). Dato che queste circostanze sono rarissime, ne consegue l'esigenza di una strumentazione concettuale per passare dai prezzi di B, C, D al valore che può essere attribuito alla società *target* A.

Tutto ciò si esplica tramite le seguenti fasi:

- raccolta di dati sui prezzi delle transazioni comparabili (*deal prices*) avvenute in un determinato periodo (fino a 4-5 anni) per aziende del settore;
- analisi di comparabilità-omogeneità;
- implementazione di relazioni matematiche (solitamente multipli) per rendere comparabili i *deals* con l'impresa *target*;
- utilizzo di questi multipli per rappresentare il valore dell'azienda target.

In sostanza, quindi, la ratio del processo si rivela connesso all'estensione e all'attendibilità delle informazioni a disposizione in relazione ai prezzi di negoziazione per aziende comparabili e a quanto i tipici multipli usati nella misurazione siano dispersi o concentrati (più sono dispersi più è elevata l'incertezza del calcolo finale).

Da un punto di vista pratico la valutazione secondo tale metodo passa per le seguenti fasi:

- raccolta all'interno delle banche dati di ogni transazione effettuata negli ultimi anni nel determinato settore in cui opera l'impresa oggetto di valutazione;
- formazione di un profilo di tutte le società protagoniste delle transazioni, allo scopo di individuare quali possano considerarsi realmente dotate di una sufficiente omogeneità e confrontabilità con la società *target* (anche definito profilo sommario di società comparabili selezionate);
- ricerca dei multipli da utilizzare;
- composizione, tenendo in considerazione un periodo storico sufficientemente esteso (5-8 anni), delle grandezze di questi multipli, con misurazione della loro media annuale;
- sintesi e scelta finale delle grandezze dei multipli fondate sui calcoli e sulle ricerche effettuate in precedenza.

Nell'ambito della pratica professionale, come è accaduto anche per le operazioni attuate dal gruppo Nexi, vengono frequentemente applicati entrambi gli approcci congiuntamente.

2.4.4 Sum of the parts

L'ultimo dei criteri che il gruppo Nexi ha applicato nel processo valutativo connesso all'operazione di fusione con Nets, i cui valori verranno analizzati in dettaglio nei capitoli successivi, è il metodo della "Somma delle parti", anche definito, utilizzando la terminologia anglosassone, "*Sum of the parts*".

Tale criterio di valutazione è un metodo utilizzato per determinare il valore delle divisioni aggregate di un'azienda nel caso in cui queste fossero scorporate o acquisite da un'altra società.

Tale procedimento permette di pervenire ad un ventaglio di valori in relazione al patrimonio netto di una società attraverso l'aggregazione del valore autonomo di ognuna delle sue unità aziendali e determinando un unico valore aziendale totale (o *Total Enterprise Value* – TEV). Quindi, si arriva a ricavare il valore del patrimonio netto tramite la rettifica dell'indebitamento finanziario netto.

Il processo valutativo su cui si basa il metodo della somma delle parti, chiamata anche “valore di rottura”, supporta un’azienda nella comprensione del proprio valore. A titolo esemplificativo, si potrebbe sentir dire che una azienda tecnologica giovane vale più della sua somma delle sue parti, il che si traduce nel fatto che il valore delle divisioni di cui è composta potrebbe avere un valore superiore se fossero cedute ad altre società. La valutazione SOTP è applicata il più delle volte nel caso in cui si debba valutare una società formata da molteplici *business unit* in differenti settori, dato che le metodologie di valutazione si differenziano tra i settori a seconda della natura dei ricavi. È possibile applicare tale metodo valutativo allo scopo di difendersi da acquisizioni ostili attraverso la dimostrazione che l’azienda vale di più come somma delle sue parti, oppure in caso di una valutazione post ristrutturazione aziendale.

Relativamente alle limitazioni che la valutazione della somma delle parti presenta nel suo utilizzo si evidenzia la necessità dell’implicazione della valutazione di diversi segmenti di business e che più valutazioni vengono fornite con più input. Inoltre, le valutazioni attraverso tale metodo non prendono in considerazione delle implicazioni fiscali, in particolar modo le implicazioni connesse a uno *spin-off*.

CAPITOLO 3

LA FUSIONE TRA NEXI E NETS

Il 2 novembre 2020 il gruppo Nexi annunciava di aver concordato con Nets un periodo di esclusiva delle negoziazioni al fine di poter pervenire nel breve periodo ad un eventuale accordo vincolante tra le parti per un'operazione di fusione tra i due gruppi attivi nello stesso settore dei pagamenti digitali sul suolo europeo. Tale periodo di trattative tra le due società ha portato, il 15 novembre dello stesso anno, alla sottoscrizione di un accordo vincolante per l'attuazione della fusione che indicava le numerose motivazioni ed i molteplici vantaggi su cui essa si fondava.

Il completamento della fusione verrà poi comunicato da Nexi il 11 luglio 2021, data che rappresenta il momento in cui l'operazione è divenuta efficace.

A servizio della fusione sono state emesse a favore degli azionisti Nets un numero complessivo pari a 406.628.176 azioni ordinarie Nexi, senza valore nominale espresso, per un aumento di capitale sociale pari a 36.966.198 di euro da parte della medesima società.

Nel presente capitolo ci dedicheremo alla descrizione e all'analisi della fusione che vede come protagonisti i due gruppi Nexi e Nets, esaustivamente presentati nel primo capitolo, entrando nel vivo dell'operazione attraverso una prima introduzione in cui vedremo gli elementi chiave che l'hanno caratterizzata, la doverosa narrazione riguardante il processo valutativo e l'applicazione pratica dei metodi che sono stati oggetto di trattazione del precedente capitolo insieme ai limiti e alle complessità che le società hanno riscontrato in tale ambito, per poi terminare con l'analisi del rapporto di cambio e degli effetti che l'operazione ha determinato sui soggetti coinvolti nelle attività societarie (azionisti, creditori e dipendenti) e sulla struttura azionaria.

In tale contesto è fondamentale ricordare che la fusione che si sta per descrivere ed analizzare si pone all'interno di un più ampio progetto che il gruppo Nexi ha deciso di attuare, e in particolare, costituito da un'ulteriore operazione di fusione (quella con SIA), di cui parleremo nel prossimo capitolo, al fine di costruire il gruppo leader a livello europeo nel settore Paytech.

3.1 Illustrazione dell'operazione e motivazioni della stessa

3.1.1 Descrizione dell'operazione

La presente descrizione fa riferimento alla fusione per incorporazione di Nets Topco 2 (società facente parte del gruppo Nets) in Nexi S.p.A.

In merito alla struttura societaria, vediamo che i principali azionisti Nexi sono i seguenti:

- Mercury UK Holdco Ltd (20,075%)
- Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd (3,186%)
- Intesa San Paolo S.p.A. (10,49%)

- Altri azionisti (66,25%)

e che i principali azionisti Nets Topco2 (a seguito della riorganizzazione aziendale che spiegheremo in dettaglio successivamente) sono i seguenti:

- Evergood H&F Lux S.à r.l. (incluso Eiffel) (63,7%)
- AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l. (12,85%)
- Eagle (AIBC) & CY SCA (19,39%)
- Altri azionisti (nella *Figura 1* sono inclusi in Nets/Concardis Management)

In primis, è importante sottolineare che l'operazione che stiamo analizzando costituisce una fusione transfrontaliera, dato che i soggetti che vi partecipano si inseriscono in ordinamenti giuridici diversi, infatti, Nexi, la società incorporante, è una società per azioni risiedente in Italia, mentre Nets Topco 2, la società incorporata, è una *société à responsabilité limitée* (società a responsabilità limitata) con sede nel Granducato del Lussemburgo.

Conseguentemente a tale operazione di fusione, Nets Topco 2 verrà incorporata in Nexi e per effetto della stessa si avrà la sua estinzione in qualità di entità autonoma e Nexi ne acquisirà l'insieme delle attività e ne assumerà l'insieme delle passività oltre che agli ulteriori rapporti giuridici di Nets Topco 2 costituendo una successione a titolo universale.

Prima di poter passare alla concretizzazione di questa fusione e della relativa efficacia, la società Nexi, di intesa con gli azionisti del gruppo Nets, ha deciso di prevedere preliminarmente una riorganizzazione societaria del capitale sociale di Nets Topco 1 (altra società facente parte del gruppo Nets) che prevede i seguenti interventi:

- cessione dei debiti infragruppo nell'ambito di determinati contratti, consistenti in finanziamenti concessi dai soci diretti e indiretti di Nets Topco 1, attraverso il trasferimento di questi ultimi da Nets Topco 2 in capo a Nets Topco 1;
- sottoscrizione da parte di Nets Topco 1 di un ammontare di azioni ordinarie di Nets Topco 2 pari a 597.530.498, prevedendo che la compensazione del prezzo di sottoscrizione di queste azioni sia equivalente alla somma complessiva dovuta da Nets Topco 2 a Nets Topco 1, con la finalità di effettuare l'estinzione della totalità dei debiti connessi ai contratti di finanziamento e ceduti da Nets Topco 2 a Nets Topco 1;
- si prevede, poi, che Nets Topco1 sottoscriva 612.207.308 azioni ordinarie di Nets Topco 2 e che la compensazione del prezzo di sottoscrizione di tali azioni equivalga agli importi che Nets Topco 1 deve a Nets Topco 2 per via di specifici certificati di azioni privilegiate emessi da Nets Topco 2;

- scioglimento volontario e apertura della liquidazione di Nets Topco 1 e, conseguentemente a tale liquidazione, la distribuzione delle complessive azioni di Nets Topco 2 detenute da Nets Topco 1 agli azionisti Nets, come previsto dalla c.d. “*waterfall*” prevista a livello statutario da Nets Topco 1, sia come conseguenza di una distribuzione provvisoria dell’eccedenza di liquidazione voluta dal liquidatore di Nets Topco 2 sia come conseguenza del completamento della liquidazione stessa;
- trasferimento della totalità delle azioni ordinarie Nets Topco 2 detenute da *Eiffel a Evergood H&F Lux S.à r.l.*, a fronte dell’emissione di strumenti finanziari da parte di quest’ultima.

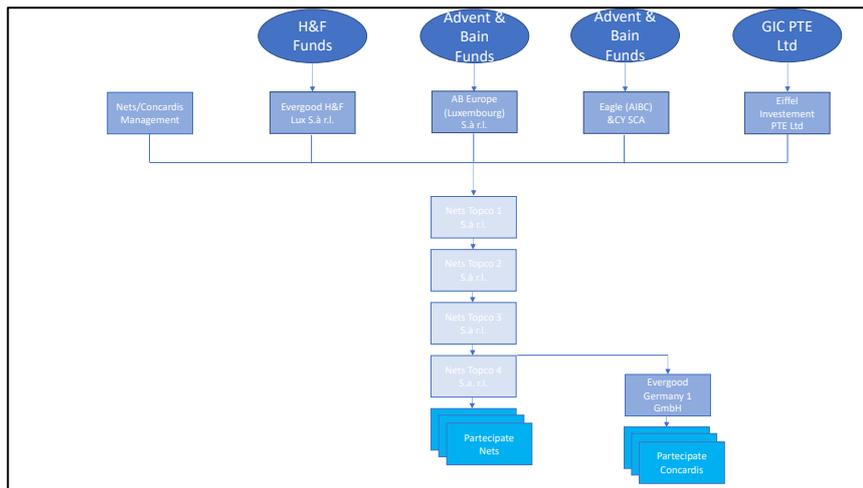
Le iniziative appena elencate hanno lo scopo di perseguire due obiettivi principali:

- 1) che il capitale sociale di Nets Topco sia interamente rappresentato da sole azioni ordinarie e ammonti a 23.097.378,06 DKK (corona danese) suddiviso in n. 2.309.737.806 azioni ordinarie;
- 2) che gli azionisti di Nets detengano in modo diretto la totalità delle azioni ordinarie di Nets Topco 2 in circolazione.

Al fine di comprendere meglio gli interventi che prima portano alla concretizzazione della riorganizzazione societaria preliminare e poi all’ efficacia dell’operazione di fusione vera e propria, di seguito sono presentati tre grafici che ci aiutano a capire gli impatti sui gruppi societari.

Il seguente grafico rappresenta il gruppo Nets prima della riorganizzazione societaria:

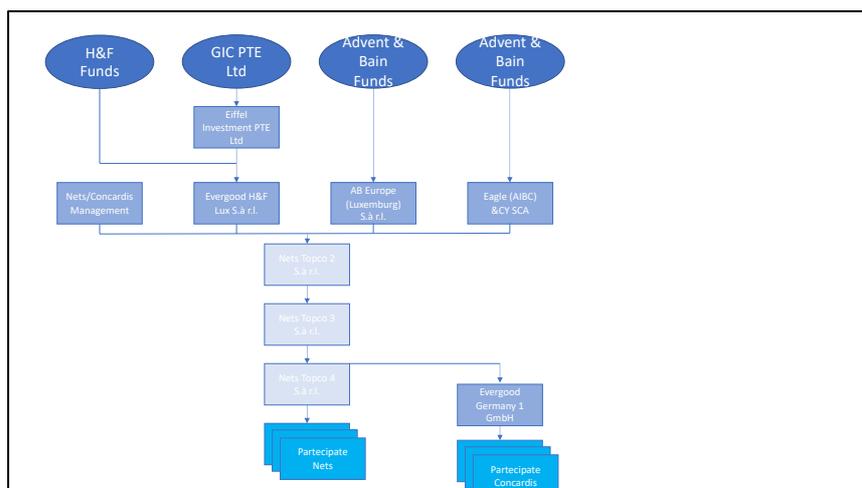
Figura 1. *Struttura societaria Nets prima della riorganizzazione societaria*



Fonte: *Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di Nets Topco 2 S.à r.l. in Nexi S.p.A.*

Il seguente grafico rappresenta il gruppo Nets successivamente alla riorganizzazione aziendale preliminare:

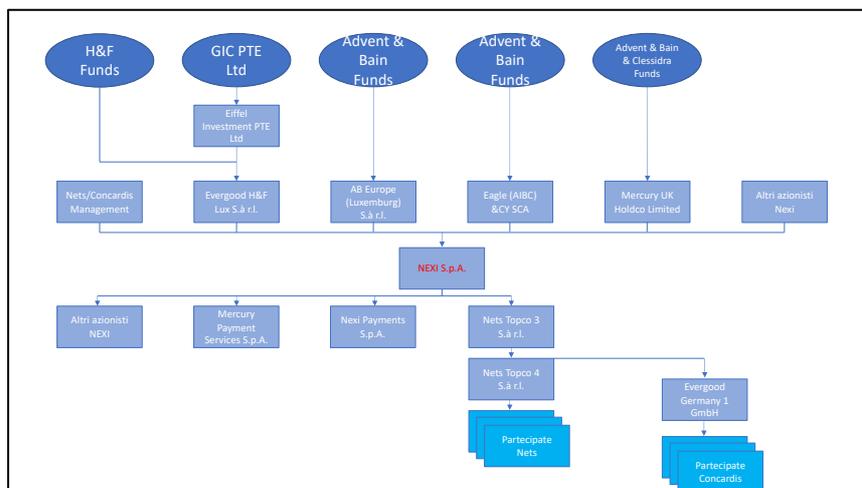
Figura 2. Struttura societaria Nets successivamente alla riorganizzazione societaria



Fonte: Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di Nets Topco 2 S.à r.l. in Nexi S.p.A.

Il seguente grafico rappresenta il gruppo Nexi a seguito dell'efficacia della fusione:

Figura 3. Struttura societaria gruppo Nexi a seguito dell'efficacia della fusione



Fonte: Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di Nets Topco 2 S.à r.l. in Nexi S.p.A.

Per concludere l'illustrazione generale dell'operazione di fusione tra Nexi e Nets, un ulteriore elemento rilevante da evidenziare è sicuramente rappresentato dal fatto che dati i rapporti che intercorrono tra Nexi e Nets Topco 2, come si può agevolmente evincere anche dai grafici rappresentati in precedenza (*Advent e Bain* gestiscono i fondi che detengono una partecipazione in *Mercury*, che a sua volta detiene una partecipazione di controllo in Nexi, e, contemporaneamente detengono una partecipazione significativa in Nets Topco 2, la quale gli fornisce diritti di governance, tra cui la rappresentanza in Consiglio) e data la dimensione dell'operazione,

questa va a costituire un'operazione con parti correlate, qualificabile come operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento CONSOB sulle operazioni con parti correlate.

Per questo motivo nell'operazione è stato coinvolto nell'ambito della fase istruttoria anche il comitato per le operazioni con parti correlate che a riguardo si è espresso favorevolmente relativamente all'interesse che Nexi ha nel compiere l'operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni pattuite.

3.1.2 Motivazioni della fusione

La fusione in analisi rappresenta un'operazione di tipo strategico al fine di aumentare la presenza a livello internazionale e la rete operativa di Nexi e presenta le potenzialità per creare, come abbiamo già anticipato, il gruppo leader in Europa nel settore *Paytech* in virtù del rafforzamento della solidità e delle prospettive societarie attraverso una serie di fattori fondamentali:

- una diversificazione aggiuntiva su un significativo numero di mercati;
- un portafoglio di prodotti e servizi a favore dei clienti completo;
- una esposizione superiore connessa al comparto dell'*e-commerce*;
- una diversificazione maggiore del portafoglio clienti.

Inoltre, tale operazione costituisce un'opportunità incredibilmente importante per Nexi a livello strategico al fine di poter raggiungere i propri obiettivi legati alla crescita internazionale, che non sarebbero stati facilmente conseguibili nel breve periodo attraverso la sola crescita interna o altre operazioni straordinarie, essendo in presenza di un mercato molto frammentato, in cui i *player* che lo caratterizzano in Italia sono di contenute dimensioni e quindi difficilmente configurabili quali *target* per un eventuale acquisizione.

Nets Topco 2, infatti, si pone a capo di uno dei player primari a livello pan-europeo nell'ambito *Paytech*, contando su una presenza in 20 paesi e una leadership nei mercati dei *digital payments* più all'avanguardia, come abbiamo ben analizzato nel primo capitolo.

La fusione consente al gruppo che nascerà dopo l'operazione di:

- diventare il primo *player* nel mercato dei *digital payments*;
- implementare la più grande piattaforma a livello pan-europeo con la scala in grado di generare un profitto di leadership maggiore per quanto riguarda prodotti ed efficienza;
- trarre beneficio dal grande potenziale di ampliamento generato dalla propria posizione di leadership e dall'esposizione in mercati europei caratterizzati da grande attrattività (come abbiamo visto nel primo capitolo il gruppo potrà vantare una presenza che va dall'Italia, ai mercati strutturalmente attraenti come Germania/DACH e Polonia/CSEE, fino ai paesi del contesto nord europeo, molto all'avanguardia e avanzati), con un mercato aggredibile che nella sua totalità è quattro volte superiore rispetto alle potenzialità che Nexi conta singolarmente;

- sfruttare un portafoglio di prodotti che riescono a coprire l'intero settore dei pagamenti, con punti di forza nel comparto *acquiring* e in quello *e-commerce*, e la possibilità di fornire supporto ai *merchants* a livello internazionale attraverso soluzioni dedicate per ogni settore flessibilmente su paesi, canali e metodi di pagamento;
- guadagnare un profilo maggiore di profittabilità e generazione di cassa su larga scala, con resilienza del business ulteriormente rafforzata per via della diversificazione a livello geografico, all'esposizione all'*e-commerce* e alla concentrazione della clientela ridotta in maniera importante;
- ottenere una posizione unica al fine di conseguire altre opportunità in futuro relativamente alla crescita organica e inorganica a livello europeo.

Oltre a quanto detto fin ora, la concertazione delle attività di Nets Topco 2, caratterizzate da una forte complementarità rispetto a quelle di Nexi (e che avrebbero la potenzialità di crescere ulteriormente prendendo in considerazione l'operazione di fusione con SIA di cui parleremo nel prossimo capitolo) garantirebbe un'accelerazione dell'incremento dei fatturati e un'espansione dei margini di profitto e della generazione di cassa, derivante dalla vendita incrociata e dal rafforzamento delle capacità commerciali e di implementazione dei prodotti, oltre che alla scalabilità dei costi e alle efficienze di spesa grazie all'ottimizzazione delle piattaforme operative.

Le stime connesse all'operazione di fusione oggetto di analisi indicano la possibilità di creare valore per un importo pari a circa 170 milioni di euro di sinergie ricorrenti annui a regime, di cui:

- circa 95 milioni di euro connessi a minori costi operativi grazie alla razionalizzazione dell'IT e delle piattaforme tecnologiche, in aggiunta alla creazione di centri di servizi di eccellenza condivisi e al *procurement* centralizzato
- circa 60 milioni di euro di sinergie di ricavo, di cui circa 40 milioni di euro di EBITDA, derivanti dalle vendite incrociate di soluzioni digitali alle SME, ad un'ancora maggiore offerta commerciale su *e-commerce* e *omnichannel* per *merchants* a livello locale, regionale e internazionale, all'incremento della penetrazione in *vertical* attraenti e all'*upselling* ad un modello di servizio a valore aggiunto superiore per le banche a livello nazionale e internazionale;
- circa 35 milioni di euro di sinergie *Capex* ricorrenti conseguentemente al *product development* su larga scala, alla pianificazione condivisa degli investimenti e al consolidamento delle *best-of-breed technology platforms*.

3.2 Valori attribuiti a Nets nell'operazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio

In questo paragrafo andremo a comprendere qual è stato l'approccio valutativo su cui i gruppi si sono basati per effettuare le valutazioni delle società ai fini della determinazione del rapporto di cambio e, in particolare,

illustreremo da un punto di vista quantitativo l'applicazione pratica dei criteri di valutazioni utilizzati e che abbiamo descritto e analizzato a livello prettamente teorico nel secondo capitolo.

Ricordiamo ovviamente che tali valutazioni e i relativi dati risalgono all'anno 2020, anno in cui il processo di fusione ha avuto origine, e che solo successivamente (nell'ultimo capitolo) scopriremo quali sono stati i risvolti di queste ultime al momento dell'efficacia dell'operazione di fusione.

3.2.1 L'approccio valutativo

Come abbiamo già anticipato nei capitoli precedenti la finalità del processo di valutazione inserito in una operazione di fusione da parte dell'organo amministrativo è rappresentata dalla stima dei valori relativi del patrimonio delle società partecipanti, allo scopo di permettere la determinazione del rapporto di cambio, tenendo conto che i valori relativi individuati non possono costituire valori di riferimento in contesti differenti. L'ipotesi alla base della determinazione dei valori relativi della società Nets Topco 2 è quella della continuità aziendale, senza però prendere in considerazione ciò che la fusione avrebbe potuto comportare in termini di impatti a livello economico e finanziario, ed escludendo il potenziale *Earn-out EBITDA* (di cui parleremo in seguito).

Gli accordi concordati dalle società coinvolte nell'operazione prevedono che una volta divenuta efficace la fusione ogni azionista Nets riceva 0,1760495723585 azioni Nexi in cambio di ciascuna azione ordinaria Nets Topco 2, con un valore nominale pari a 0,01 DKK.

Quindi, Nexi dovrà emettere complessivamente 406.628.176 azioni di compendio.

Tenendo conto del debito finanziario netto rettificato di Nets pari a 1,8 miliardi di euro, il numero complessivo delle azioni di compendio determinato in questo modo costituisce:

- dato il prezzo del titolo Nexi pari a 14,71 euro registrato il 13 novembre 2020 (ultimo giorno di mercato prima che le società raggiungessero le intese riguardo l'operazione) si arriva ad un *Enterprise Value* di Nets pari a 7,8 miliardi di euro e un *Equity Value* pari a 6,0 miliardi di euro (che corrisponde ad un prezzo per azione pari a 2,59 euro);
- dato il prezzo del titolo Nexi pari a 15,80 euro, corrispondente al c.d. "*Volume-Weighted Average Price* o "VWAP" (prezzo medio ponderato per il volume) durante i 3 mesi che hanno preceduto il 30 ottobre 2020, si arriva ad un *Enterprise Value* di Nets pari a 8,25 miliardi di euro e ad un *Equity Value* pari a 6,4 miliardi di euro (che corrisponde ad un prezzo per azione pari a 2,78 euro).

Gli *Enterprise Value* che sono stati così determinati si inseriscono perfettamente nel range di valutazione approvato dall'organo amministrativo di Nexi al fine di valutare Nets Topco 2 che va da un minimo di 7,5 miliardi di euro ad in massimo di 9,2 miliardi di euro.

Ricordando sempre quella che è la finalità principale del processo di valutazione dei metodi che vengono tipicamente sfruttati nella pratica valutativa, l'organo amministrativo di Nexi ha utilizzato i seguenti criteri al fine di valutare la società Nets Topco 2:

- *discounted cash flow*;
- multipli di mercato;
- transazioni comparabili;
- *Sum of the parts* ("SOTP")

Di seguito, come già anticipato, analizzeremo l'applicazione pratica dei criteri appena elencati da parte di Nexi.

3.2.2 L'applicazione del Discounted Cash Flow

Al fine di applicare il criterio valutativo del *Discounted Cash Flow* il consiglio di amministrazione di Nexi ha preso come punto di riferimento il *Business Plan* predisposto da Nets Topco 2, allo scopo di estendere le proiezioni contenute in tale documento, al mero fine connesso alla valutazione, per un periodo che termina al 2034 mediante un'estrapolazione che vuole riflettere la tendenza di incremento ed evolutiva del margine operativo indicata da Nets Topco 2 nel periodo considerato, ricorrendo però ad *assumption* di crescita sostenibile di lungo periodo.

Le *assumption* fondamentali su cui si fonda il metodo valutativo sono le seguenti:

- un "*Weighted Average Cost of Capital*" ("WACC" o costo medio del capitale) che equivale al 7,0% risultante dall'osservazione della media del WACC usato dagli analisti di ricerca per Nexi e la ricostruzione *bottom-up* basata sul "*Capital Asset Pricing Model*" ("CAPM") per il "*cost of equity*" e sul costo storico medio del debito di Nets Topco 2;
- un fattore di crescita di lungo periodo ("g") assunta uguale al 2,5%;
- misure di fattori connessi ai flussi di cassa oltre *EBITDA* (come ad esempio ammortamenti, *lease payments*, aliquota fiscale, evoluzione del capitale circolante netto e investimenti) basate su indicazioni da parte del management di Nets Topco 2 fornite nell'ambito del processo di *due diligence*.

Attraverso l'applicazione di tale criterio valutativo si arriva ad un risultato dell'*Enterprise Value* di Nets Topco 2 *stand-alone* che equivale a 9,2 miliardi di euro. Attuando un'analisi di sensitività fondata sull'ipotesi di scostamenti relativi sia al WACC che a g pari a +/- 0,25% si arriva ad individuare un intervallo di *Enterprise Value* che va da 8,4 miliardi di euro a 10,2 miliardi di euro.

3.2.3 L'applicazione del metodo dei multipli di mercato

Come abbiamo visto nel secondo capitolo il criterio valutativo dei multipli di mercato si basa sull'ipotesi che il valore di una società di possa determinare attraverso informazioni di mercato per società che presentano caratteristiche simili a quella che si intende valutare.

Per poter applicare tale metodo l'organo amministrativo di Nexi ha proceduto all'individuazione di un campione di 5 società che operano in misura principale sul territorio europeo e statunitense e con un profilo finanziario e commerciale comparabile a quello di Nets Topco 2.

Al fine di poter applicare in modo corretto il criterio dei multipli di mercato e per evitare di riflettere dati e informazioni che non rappresentano in maniera veritiera la società oggetto di valutazione il consiglio di amministrazione ha preso come punto di riferimento l'anno 2021 allo scopo di neutralizzare l'influenza della pandemia da COVID-19 che ha impattato sulle performance del 2020 delle società *comparables* e della medesima Nets Topco 2, arrivando ad una media del multiplo *EV/EBITDA* del 2021 delle società del *panel* pari a 17,2x.

L'*Enterprise Value* autonomamente considerato di Nets Topco 2 risultante dall'applicazione di tale metodo equivale a 7,1 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* di 5,2 miliardi di euro con un prezzo per azione pari a 2,3 euro). Effettuando un'analisi di sensibilità fondata su +/- 1x *EV/EBITDA* si è arrivati ad individuare un range di *Enterprise Value* che va da 6,7 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 4,8 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,1 euro) a 7,5 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 5,6 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,4 euro).

3.2.4 L'applicazione del metodo delle transazioni comparabili

Abbiamo già visto che la metodologia di valutazione delle transazioni comparabili consente di individuare il prezzo pagato per una società con caratteristiche simili in operazioni effettuate in precedenza, ricavando tali dati, quindi, dal mercato.

Per poter applicare tale criterio valutativo, l'organo amministrativo della società Nexi ha individuato un *panel* formato da 5 operazioni avvenute a livello europeo e statunitense, connesse a società obiettivo aventi un profilo finanziario e commerciale comparabile con quello della società Nets Topco2.

Anche in questo caso, come abbiamo rilevato in precedenza in relazione al metodo dei multipli di mercato, il consiglio di amministrazione di Nexi nell'effettuare la valutazione ha proceduto alla standardizzazione dei dati relativi all'anno 2020 in modo tale da pervenire ad una neutralizzazione dell'influenza che la pandemia da COVID-19 ha avuto sui risultati del 2020 di Nets Topco 2, arrivando ad un risultato di una media del multiplo *EV/EBITDA LTM* in relazione alle operazioni *comparables* che equivale a 18,5x.

L'*Enterprise Value* autonomamente considerato di Nets Topco 2 a cui si è pervenuti applicando tale criterio valutativo equivale a 7,2 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 5,3 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,3 euro). Anche in questo caso si è proceduto all'effettuazione di un'analisi di sensibilità fondata su +/- 1x *EV/EBITDA LTM* che ha dato come risultato un range dell'*Enterprise Value* che

va da 6,8 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 4,9 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,1 euro) a 7,6 miliardi di euro (che corrisponde a un *Equity Value* pari a 5,6 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,4 euro).

3.2.5 L'applicazione del "Sum of the parts"

Tenendo conto che il metodo valutativo della "somma delle parti", anche definito "*Sum of the parts*", viene utilizzato al fine di determinare il valore delle divisioni aggregate di un'azienda nel caso in cui queste fossero scorporate o acquisite da un'altra società e che Nets Topco 2 presenta un profilo prettamente industriale composto da due *business division* con diverse potenzialità di crescita e di capacità di generazione dei redditi, Nexi ha deciso di applicare tale metodo andando a determinare il valore di ciascuna linea di business come a sé stante.

Per poter applicare questo criterio di valutazione, l'organo amministrativo di Nexi ha identificato due differenti *panel* di operazioni *comparables* connesse, rispettivamente, alla *business division Merchant Services* e alla *business division Issuing & eSecurity*:

- Per quanto concerne la linea di business *Merchant Services* sono state prese come riferimento 5 operazioni avvenute sul territorio europeo e statunitense dal 2015 con un *LTM EV/EBITDA* medio pari a 23,6x; e
- Per quanto concerne la linea di business *Issuing & eSecurity*, invece, sono state prese come riferimento 5 operazioni avvenute sul territorio europeo e statunitense dal 2015 con un *EV/EBITDA* medio pari a 14,3x.

È importante sottolineare, inoltre, che, come è avvenuto in relazione all'applicazione del metodo delle transazioni comparabili, le medie di *EV/EBITDA* sopra indicate sono state applicate dal consiglio di amministrazione all'*EBITDA* dell'anno 2020 dopo avere effettuato una normalizzazione di quest'ultimo per ciascuna linea di business.

Una volta individuati i risultati degli *Enterprise Value* delle due divisioni si è proceduto a sommare questi ultimi per arrivare all'*Enterprise Value* complessivo di Nets Topco 2.

L'applicazione del criterio valutativo "*Sum of the parts*" ha permesso di determinare un *Enterprise Value* di Nets Topco 2 autonomamente considerata che equivale a 8,2 miliardi di euro (che corrisponde a un *Equity Value* pari a 6,3 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,7 euro). Anche in questo caso, come nelle due applicazioni dei metodi precedenti, è stata effettuata un'analisi di sensitività che si basa su +/- 1x *EV/EBITDA LTM* per ciascuna divisione, fornendo un range dell'*Enterprise Value* che va da 7,8 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 5,9 miliardi e ad un prezzo per azione pari a 2,5 euro) a 8,6 miliardi di euro (che corrisponde ad un *Equity Value* pari a 6,7 miliardi di euro e ad un prezzo per azione pari a 2,9 euro).

3.2.4 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del rapporto di cambio

Secondo quelle che sono le informazioni riportate dalla società Nexi relativamente all'operazione di fusione con Nets Topco 2, il consiglio di amministrazione, nell'ambito del processo valutativo e nella successiva determinazione del rapporto di cambio, ha riscontrato diverse difficoltà e limiti.

Gli elementi di complessità che la società ha evidenziato sono i seguenti:

- l'applicazione di differenti criteri di valutazione, come abbiamo visto in precedenza, sia di tipo analitico sia fondati su valori di mercato, hanno condotto alla necessità di utilizzare numerose informazioni, parametri e ipotesi. Nell'applicazione di questi metodi valutativi, l'organo amministrativo di Nexi ha tenuto conto delle peculiarità e delle limitazioni connessa ad ognuna di esse, in linea con la tradizione pratica dei processi valutativi in ambito professionale osservata nel contesto nazionale ed internazionale;
- i conti di gestione e il *business plan* di Nets Topco 2 sono *pro-forma* (quindi sono estrapolati da un bilancio fittizio al solo fine dell'operazione) per quanto concerne: la cessione di *Centurion DK A/S*, *Centurion NO AS* e *Centurion NNI AS* a *Mastercard/Europay U.K. Limited* e *Mastercard International Incorporated* come previsto dal contratto di compravendita del 6 agosto 2019 (la *closing date*, al tempo della valutazione, era prevista per il primo trimestre del 2021, subordinatamente all'adempimento dei rimedi della Commissione Europea); e all'acquisizione da parte di Nets Topco 2 di *Centurion Rozliczen Elektronicznych Polskie ePlatnosci* ("PeP") concretizzata il 26 ottobre 2020, queste informazioni inoltre non contemplano gli impatti a livello finanziario dell'acquisizione di *CCV Schweiz* annunciata il 23 ottobre, poiché valutati come marginali;
- i limiti sia a livello tecnico che operativo della misurazione dell'impatto della pandemia da COVID-19 che ha influenzato l'economia mondiale degli ultimi anni. Infatti, al tempo della valutazione la natura del fenomeno pandemico era senza precedenti e quindi le stime a livello macroeconomico e microeconomico erano poco affidabili e risultava complesso farci affidamento anche se il settore dei pagamenti digitali, come abbiamo ben descritto nel primo capitolo, ha registrato un fortissimo incremento nel territorio europeo. Nell'ambito della crisi sanitaria, le proiezioni dei dati finanziari che sono state usate come base valutativa sono significativamente collegate ai diversi scenari di ripresa economica generale e delle aziende, la quale formulazione è avvenuta da parte del management di Nets Topco 2 e al tempo della valutazione risultavano di impossibile previsione;
- la volatilità e le fluttuazioni che hanno caratterizzato il prezzo di mercato delle azioni Nexi dovuti all'andamento a livello generale dei *capital markets*, che potevano riflettere o meno il valore fondamentale di Nexi, valore che, inoltre, presupponeva la presenza di un mercato sufficientemente liquido ed efficiente; e
- l'analisi si basava su parametri autonomi di ciascuna società, ad esempio non veniva preso in considerazione l'influenza della concentrazione. L'impatto delle eventuali sinergie attese dalla

fusione non veniva tenuto conto dato che queste sinergie si sarebbero concretizzate solo al momento del completamento dell'operazione.

3.3 Rapporto di cambio e assegnazione delle azioni di Nexi agli azionisti di Nets

Una volta descritto il processo valutativo messo in atto da Nexi al fine di poter valutare la società Nets Topco 2, cerchiamo di capire qual è stato il modus operandi per determinare il rapporto di cambio.

Prendendo come punto di partenza i risultati ottenuti dall'applicazione dei criteri valutativi che abbiamo visto nel capitolo precedente, vediamo che l'organo amministrativo di Nexi ha indicato come range di *Enterprise Value* un valore che va tra 7,5 e 9,2 miliardi di euro, secondo le seguenti ipotesi:

- il valore minimo del range individuato pari a 7,5 miliardi è il risultato della media dei punti medi del range risultante dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato, del metodo delle transazioni comparabili e del “*Sum of the parts*”, come abbiamo analizzato precedentemente; e
- il valore massimo del range individuato pari a 9,2 miliardi costituisce il valore centrale che risulta una volta applicato il criterio valutativo dei flussi di cassa scontati prendendo come punto di riferimento il parametro valutativo del “WACC” e il fattore di crescita “g” così come individuati nel capitolo precedente. Questo criterio valutativo viene considerato come quello ottimale al fine di ottenere una rappresentazione del valore ricorrente della società *target* e il potenziale di medio-lungo termine della medesima.

In linea con il calcolo del rapporto di cambio e basandosi sui risultati appena individuati, una volta che l'operazione sarà diventata efficace a tutti gli effetti si prevede l'assegnazione a ciascun azionista Nets di un numero di azioni di compendio, senza valore nominale espresso, Nexi pari a 406.628.176, e un aumento del capitale sociale di quest'ultima per un valore complessivo pari a 36.966.198 di euro.

Un aspetto di fondamentale importanza di questa operazione, che sicuramente rende più complesso il procedimento di valutazione, è rappresentato dalle c.d. clausole di *Earn-out* contenute negli accordi alla base della fusione.

L' *Earn-out* consiste in un sistema di clausole a livello contrattuale che hanno lo scopo di diminuire il rischio per una società nel momento in cui decide di acquisirne un'altra. Si tratta, in sostanza, di sistemi di “pagamento in più *tranche*” che vedono la loro origine storica nella complessità che caratterizza i processi valutativi in relazione ai risultati futuri delle società tecnologiche negli anni Novanta.

Conseguentemente all'assenza di un accordo riguardo il prezzo, a delle incertezze sul futuro di una società o sulla sua integrazione con quella dell'acquirente portano quest'ultimo a proporre al venditore un pagamento formato da una parte fissa e una parte variabile e subordinato a specifiche condizioni.

La parte fissa del pagamento per la società acquisita viene corrisposta nel momento in cui si perfeziona l'acquisizione (al c.d. *closing* dell'operazione), mentre la parte variabile, invece, viene corrisposta al termine

di un determinato periodo che può variare a seconda dei risultati conseguiti dalla società acquisita in un periodo prestabilito.

Tornando al nostro caso è fondamentale sottolineare che gli accordi previsti tra Nexi e Nets prevedono due clausole di *Earn-out* che descriveremo in dettaglio nei prossimi paragrafi.

3.3.1 L'Earn-out Centurion

Come abbiamo già anticipato precedentemente, gli accordi stretti tra i due soggetti protagonisti dell'operazione oggetto di analisi prevedevano due clausole di *Earn-out*, prima tra queste la c.d. *Earn-out Centurion*.

La clausola *Earn-out Centurion* prevede l'assegnazione di un numero ulteriore di azioni Nexi (anche definite come "azioni *Earn-out Centurion*") agli azionisti Nets senza procedere ad alcun aumento di capitale sociale aggiuntivo da parte di Nexi.

Tale clausola è legata alle performance che Nets potrebbe registrare in termini di proventi effettivamente incassati nell'ambito dell'operazione di cessione di *Centurion DK A/S*, *Centurion NO AS* e *Centurion NNI AS* (tre società facenti parte del gruppo Nets) a favore di *Mastercard/Europay U.K. Limited* e *Mastercard International Incorporated*.

Secondo quanto previsto da tale clausola il numero di azioni *Earn-out Centurion* assegnate agli azionisti Nets sarebbe pari, in forma aggregata, alla differenza (se positiva) tra il corrispettivo effettivo di *Centurion* (rappresentato dal corrispettivo effettivamente versato a Nets nell'ambito dell'operazione di cessione sopra descritta) e il corrispettivo stimato di *Centurion* (che si stima pari a 2.850.000.000 di euro); e comunque non superiore a 25.000.000.

L'emissione delle azioni connesse alla clausola di *Earn-out* avviene in maniera proporzionale rispetto alla percentuale di azioni ordinarie nel capitale di Nets Topco2 possedute da ogni azionista Nets subito prima del momento dell'efficacia della fusione, in forma dematerializzata.

Secondo quanto dichiarato dal gruppo Nexi il 10 Luglio 2021 è stato determinato in via definitiva l'importo dei proventi effettivi derivanti dalla vendita al gruppo *Mastercard* del business *account-to-account* (*Centurion*) del gruppo Nets per un valore pari a 2,96 miliardi di euro, e per effetto della clausola *Earn-out Centurion*, che abbiamo appena analizzato, Nexi ha provveduto all'emissione di 5.731.575 azioni ordinarie complessive a favore degli ex-azionisti Nets nelle modalità sopra descritte.

3.3.2 L'Earn-out EBITDA

La seconda clausola di *Earn-out* prevista dagli accordi tra Nexi e Nets è quella che è stata definita *Earn-out EBITDA*.

Tale clausola comporterebbe l'emissione di ulteriori azioni che può avvenire a favore degli azionisti Nets, senza che si proceda ad un aumento di capitale sociale aggiuntivo da parte di Nexi, in base alla redditività del

gruppo a cui fa capo la società incorporata per il periodo compreso tra il 1° gennaio 2021 e il 31 dicembre 2021.

Nel caso in cui l'*EBITDA* registrato dalla società *target* sia inferiore a 420.000.000 di euro non si darà luogo all'emissione di tali azioni aggiuntive a favore degli azionisti Nets.

Nel caso in cui il valore dell'*EBITDA* ecceda il valore minimo sopra indicato la clausola prevede un *Earn-out* massimo a favore degli azionisti Nets pari a 250.000.000 di euro a seconda dei seguenti intervalli individuati:

- *EBITDA* compreso tra 420.000.000 di euro e 430.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* compreso tra 0 euro e 70.000.000 euro, in proporzione tra questo range
- *EBITDA* compreso tra 430.000.000 di euro e 440.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* compreso tra 70.000.000 euro e 120.000.000 euro, in proporzione tra questo range
- *EBITDA* compreso tra 440.000.000 di euro e 450.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* compreso tra 120.000.000 euro e 160.000.000 euro, in proporzione tra questo range
- *EBITDA* compreso tra 450.000.000 di euro e 460.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* compreso tra 160.000.000 euro e 195.000.000 euro, in proporzione tra questo range
- *EBITDA* compreso tra 460.000.000 di euro e 470.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* compreso tra 195.000.000 euro e 250.000.000 euro, in proporzione tra questo range
- *EBITDA* superiore a 470.000.000 → Corrispettivo di *Earn-out EBITDA* è pari a 250.000.000

Attualmente non sono state divulgate informazioni riguardo alle performance di Nets e il pagamento del corrispettivo *Earn-out EBITDA* da parte di Nexi a favore degli azionisti Nets, a differenza di quanto è avvenuto per la clausola *Earn-out Centurion* di cui abbiamo parlato nel paragrafo precedente.

3.4 Effetti della fusione

In questo ultimo paragrafo del capitolo dedicato all'operazione di fusione transfrontaliera avvenuta tra i due gruppi societari Nexi e Nets operanti nel settore dei pagamenti digitali, andremo ad elencare quelli che sono gli effetti che le società al momento delle valutazioni effettuate nell'ambito della fusione si aspettavano sarebbero stati sui soggetti a loro legati, e quindi, azionisti, creditori e dipendenti.

Dopodiché vedremo come i due gruppi hanno effettuato le proprie valutazioni in relazione al mutamento della compagine sociale del gruppo Nexi al momento dell'efficacia dell'operazione tenendo conto della clausola di *Earn-out* o meno.

3.4.1 Impatto della fusione su azionisti, creditori e dipendenti

In relazione all'impatto dell'operazione di fusione tra Nexi e Nets sui soggetti azionisti delle due società (come vedremo meglio in dettaglio successivamente) è ovvio che questo è rappresentato da un cambiamento della

compagine sociale e delle relative percentuali di partecipazione al capitale sociale di ciascun azionista nonché l'entrata di nuovi soggetti per effetto del concambio.

Per quanto riguarda i creditori di Nexi, invece, vediamo che, come abbiamo spiegato da un punto di vista teorico nel secondo capitolo, questi sono tutelati dalla garanzia prevista dalla legge concernente il diritto di presentare opposizione alla fusione entro 60 giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese, salvo che questo termine non venga meno in maniera anticipata conseguentemente al ricorso alle cautele ed ai rimedi previsti dalla legge stessa, infatti, anche in caso di opposizione il tribunale competente, nel caso in cui ritenga che il rischio di pregiudizio ai creditori sia infondato o che la società abbia presentato garanzie sufficienti al fine di pervenire al soddisfacimento delle pretese dei creditori, ha la facoltà, comunque, di autorizzare l'operazione di fusione nonostante l'opposizione dei creditori.

Per quanto attiene i creditori di Nets, che ricordiamo essere una società di diritto lussemburghese, la garanzia che gli viene fornita dalla legge di tale ordinamento prevede che tali soggetti, nel caso in cui siano anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione, vantano il diritto di richiedere garanzie di pagamento dei loro crediti entro due mesi dalla pubblicazione del certificato notarile redatto ai sensi della legge societaria lussemburghese.

Infine, ponendo la nostra attenzione sugli impatti che l'operazione potrebbe comportare per i dipendenti che lavorano per le società protagoniste della fusione, si sottolinea che le analisi condotte dai gruppi hanno portato ad evidenziare che non si prevede un impatto significativo su tali soggetti tenendo conto anche del fatto che Net Topco 2 è priva di dipendenti.

Ovviamente, in linea con le disposizioni previste dalla legge la relazione di fusione viene messa a disposizione dei dipendenti almeno 30 giorni prima dell'approvazione dell'operazione.

3.4.2 Impatto della fusione sulla struttura azionaria

Ora andiamo ad analizzare come l'operazione di fusione oggetto d'esame potrebbe impattare sulla compagine sociale del gruppo una volta che questa venga resa efficace, tenendo come elemento di riferimento la compagine sociale dei due gruppi prima della fusione illustrata nel primo paragrafo di questo capitolo.

Di seguito vediamo quelli che le società si aspettavano essere i principali azionisti Nexi (si intendono gli azionisti che detengono partecipazioni equivalenti o superiori al 3% dei diritti di voto), con le relative percentuali di partecipazione a seguito dell'efficacia della fusione:

- Evergood H&F Lux S.à r.l. (incluso Eiffel) (25,1%)
- AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l. (5,1%)
- Mercury UK Holdco Ltd. (12,2%)
- Eagle (AIBC) & CY SCA (7,6%)
- GIC Private Limited (2,3%)
- Intesa San Paolo S.p.A. (6,4%)

- Altri azionisti (41,4%)

Inoltre, nelle analisi condotte dalle due società c'era anche la valutazione delle eventuali clausole *Earn-out Centurion* ed *Earn-out EBITDA* e della relativa emissione di azioni Nexi aggiuntive, come descritto nel paragrafo dedicato, che, nel caso in cui fossero state emesse nel loro importo massimo, avrebbero comportato la formazione di tale struttura azionaria:

- Evergood H&F Lux S.à r.l. (27,3%)
- AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l. (5,5%)
- Mercury UK Holdco Ltd. (11,5%)
- Eagle (AIBC) (8,3%)
- GIC Private Limited (2,2%)
- Intesa San Paolo (6,0%)
- Altri azionisti (39,2%)

CAPITOLO 4

LA FUSIONE TRA NEXI E SIA

4.1 Illustrazione dell'operazione e motivazioni alla base

Il 4 ottobre 2020 segna la data in cui ha avuto inizio l'operazione di fusione tra Nexi e SIA. Gli organi amministrativi delle due società, infatti, in tale data hanno sottoscritto un “*memorandum of understanding*” (documento attraverso il quale due o più parti esprimono la loro convergenza di interessi attraverso l'indicazione di una linea comune di azione prestabilita) tra Nexi, SIA e i principali azionisti delle società appena indicate (Cdp Equity, Fsia e Mercury).

Al termine dell'operazione quello che i consigli di amministrazione delle società si aspettavano era la nascita di un nuovo player italiano con dimensioni in linea con quelle delle big europee, in grado di sfruttare le opportunità di consolidamento a livello internazionale.

Per avere maggiore contezza dell'operazione di cui ci accingiamo a parlare, basti pensare che si tratta di una realtà da 1,8 miliardi di euro di ricavi aggregati *pro-forma* e 1 miliardo di euro di *EBITDA* aggregato *pro-forma* al 31 dicembre 2019 (quindi a chiusura dell'esercizio che aveva preceduto l'operazione).

L'operazione di fusione, che, come abbiamo detto, ha avuto inizio nel 2020, è stata portata a completamento nel 1° gennaio 2022 data in cui la stessa è divenuta efficace.

A servizio dell'operazione si è proceduto all'emissione in favore degli azionisti SIA di un numero complessivo di azioni ordinarie Nexi pari a 270.054.060, senza valore nominale espresso, e ad un aumento di capitale pari a 24.415.087 euro.

L'aspetto che rende questa operazione distintiva rispetto a molte altre è che inserendosi in un'operazione molto più ampia costituita anche dall'operazione di fusione per incorporazione con la società Nets Topco 2, e tenendo in considerazione che la predetta operazione si sarebbe conclusa con grande probabilità (così è stato) in un momento precedente rispetto a quella in analisi, il progetto di fusione comprende tre diversi scenari (“*Scenario A*”, “*Scenario B*” e “*Scenario C*”) rispetto a tale eventualità che approfondiremo in maniera dettagliata successivamente.

Sebbene il gruppo Nexi al momento dell'efficacia dell'operazione non abbia dichiarato espressamente qual è stato lo scenario a cui si sono attenuti, dal numero di azioni che sono state emesse da quest'ultima a favore degli ex-azionisti SIA è facile dedurre che lo scenario che si è verificato dovrebbe essere a tutti gli effetti lo “*Scenario B*” (tutto sarà più chiaro con l'illustrazione successiva dedicata agli scenari appena citati).

Questo capitolo quindi, sarà dedicato alla descrizione e all'analisi della fusione per incorporazione che vede come protagoniste le due società Nexi e SIA, sviscerando gli elementi fondamentali dell'operazione mediante una prima introduzione in cui vedremo i fattori chiave che l'hanno caratterizzata, la narrazione riguardante il processo valutativo e l'applicazione pratica dei criteri oggetto di trattazione del secondo capitolo, insieme ai

limiti e alle complessità che le società hanno riscontrato in tale ambito, per poi terminare con l'analisi del rapporto di cambio e degli effetti che l'operazione ha determinato sulla governance e sulla struttura azionaria.

4.1.1 Descrizione della fusione

Il presente paragrafo si pone l'obiettivo di illustrare gli aspetti generali e maggiormente rilevanti dell'operazione di fusione per incorporazione di SIA in Nexi, entrambe società di diritto italiano.

Per poter comprendere al meglio l'operazione individuamo, in primis, le strutture azionarie delle due società partecipanti alla fusione per poterle poi usare come elemento di riferimento rispetto alla struttura azionaria che potrebbe risultare al termine dell'operazione e che analizzeremo nella parte finale del presente capitolo.

Gli azionisti principali di Nexi (intesi come quegli azionisti che possiedono una percentuale di partecipazioni uguale o superiore al 3% dei diritti di voto) prima dell'operazione sono i seguenti:

- Mercury UK Holdco Ltd. (19,075%)
- Intesa San Paolo S.p.A. (10,479%)
- GIC Private Limited (3,820%)
- Altri azionisti (65,996%)

Gli azionisti principali di SIA, invece, sono i seguenti:

- FSIA Investimenti S.r.l. (57,42%)
- CDP Equity S.p.A. (25,70%)
- Banco BPM S.p.A. (5,33%)
- Banca Mediolanum (2,85%)
- Deutsche Bank S.p.A. (2,58%)
- Altri azionisti (6,12%)

Come abbiamo già anticipato in precedenza, l'operazione in questione è stata effettuata coordinatamente con la fusione transfrontaliera per incorporazione di Nets Topco 2 in Nexi, come descritta nel terzo capitolo, e nonostante le due fusioni siano tra di loro indipendenti e non condizionate in modo reciproco, come d'altronde è stato comunicato al mercato, si è tenuto conto degli eventuali impatti relativamente al momento in cui queste sarebbero divenute efficaci.

La conseguenza principale della fusione che descriveremo è rappresentata dal fatto che SIA verrà incorporata da Nexi e si procederà all'estinzione della stessa in qualità di entità autonoma e che Nexi assorbirà il complesso di attività e assumerà l'insieme delle passività oltre che agli ulteriori rapporti giuridici che ricadono in capo a SIA configurandosi in tal modo una successione a titolo universale.

In conformità con gli accordi che le due società hanno strutturato per il compimento dell'operazione vediamo che la fusione è compresa, come elemento fondamentale, nell'ambito di un processo maggiormente articolato ed esteso che prevede i seguenti interventi:

- la società sotto il controllo diretto di Nexi, *Nexi Payments S.p.A.*, dovrà ricevere sotto forma di conferimento le attività, le passività e i rapporti contrattuali che fanno capo a SIA, compreso il rapporto partecipativo detenuto dalla medesima in *SIAPay S.r.l.* e nei rami d'azienda situati in Belgio, Germania, Sudafrica e Olanda, tenendo in considerazione che potrebbero non far parte dell'operazione di conferimento: (i) il debito finanziario di SIA, che rimane in capo a Nexi dopo l'operazione di fusione, (ii) determinate attività non regolamentate (ad esempio i servizi di *Help Desk & Customer Operations* e di *Card factory*), e anche parte dei sopracitati rami d'azienda e di qualunque ulteriore ramo che appartiene al gruppo SIA che opera attraverso lo svolgimento di queste attività per cui si potrebbe procedere al conferimento in una società di nuova costituzione totalmente sotto il controllo di Nexi, oltre che (iv) le partecipazioni detenute dalle controllate estere di SIA che per via della fusione verranno ad essere detenute da Nexi;
- nel caso in cui la fusione dovesse diventare efficace successivamente rispetto alla data della fusione con Nets, considerando le elevate probabilità di tale avvenimento visto lo stato di avanzamento della suddetta operazione, CDPE (uno dei principali azionisti SIA) ha la facoltà di esercitare il diritto, senza prevederne l'obbligo, di richiedere all'organo amministrativo di SIA di provvedere alla convocazione dell'assemblea dei soci al fine di deliberare in relazione ad un aumento di capitale, esclusivamente eseguito attraverso conferimento in denaro, con l'obiettivo di pervenire ad una mitigazione dell'effetto diluitivo dovuto dalla fusione Nets a scapito della partecipazione degli azionisti SIA in Nexi, a servizio del quale si prevede l'emissione di nuove azioni il cui numero viene determinato sulla base di una determinata formula che analizzeremo più avanti nel paragrafo dedicato alla procedure di concambio.

Come abbiamo anticipato più di una volta precedentemente, il progetto di fusione, contiene la previsione dei tre possibili scenari seguenti che si sarebbero potuti verificare nel contesto dell'operazione:

- "*Scenario A*": si manifesta nel momento in cui il completamento dell'operazione in analisi avvenga in un momento successivo rispetto alla data di efficacia della fusione Nets e a seguito della sottoscrizione e liberazione dell'aumento di capitale richiesto da CDPE e determinato secondo specifica formula;
- "*Scenario B*": si manifesta nel momento in cui il completamento dell'operazione in analisi avvenga in un momento successivo rispetto alla data di efficacia della fusione Nets senza che CDPE abbia fatto valere il proprio diritto di richiedere un aumento di capitale;

- “Scenario C”: si manifesta nel momento in cui il completamento dell’operazione in analisi avvenga in un momento antecedente rispetto la data di efficacia della fusione Nets, oppure in assenza.

4.1.2 Motivazioni della fusione

L’operazione di fusione oggetto di analisi costituisce sotto un profilo strategico un’opportunità per garantire l’integrazione delle attività delle due società partecipanti, SIA e Nexi, al fine di dar vita ad una *Paytech* di origine italiana nuova che vanti una posizione di leadership sul territorio europeo e che abbia la capacità di soddisfare l’intera catena del valore dei *digital payments* e di fornire servizi alla totalità dei segmenti di mercato attraverso un ventaglio di soluzioni completo e all’avanguardia.

La gamma dei servizi su cui potrebbe contare l’offerta del gruppo grazie all’operazione di fusione andrebbe dai servizi di accettazione dei *digital payments* a favore dei grandi e piccoli esercenti, alle più avanzate soluzioni nell’ambito dell’*omnichannel* e dell’*e-commerce*, dall’emissione e gestione delle carte di qualunque tipo alle app di pagamento *mobile*, alle soluzioni per i pagamenti digitali *B2B* all’*open banking*, dalle soluzioni per il trasporto pubblico locale alle reti interbancarie ed ai servizi di *clearing* e *trading* a favore delle istituzioni principali in Italia e all’estero.

Andando più nel dettaglio, conseguentemente alla combinazione dei business delle società coinvolte nella fusione, caratterizzati da un’elevata complementarità, al completamento dell’operazione, il gruppo avrà la capacità di garantire un’ampia gamma di soluzioni *best-in-class* implementante a livello interno *in house* al fine di diventare più competitiva in termini di innovazione digitale, tecnologia ed efficienza e, di conseguenza, fornire supporto al sistema bancario nel suo complesso oltre che a quello dei *digital payments* a livello nazionale ed europeo in qualità di partner strategico e indipendente.

La società attiva nel settore *Paytech* che sarà generata dall’operazione di fusione, forte dell’integrazione delle relative competenze e partnership di Nexi e SIA, sarà in grado di fornire servizi all’interno ecosistema dei *digital payments*: dalle banche internazionali a quelle italiane, dalle grandi aziende ai piccoli commercianti fino alla Pubblica Amministrazione.

Una volta completata la fusione, Nexi rappresenterà in misura sempre maggiore un partner sotto un profilo tecnologico di riferimento rispetto all’intero mondo delle istituzioni bancarie e finanziarie mediante le sue partnership con i player principali del sistema, come *Bancomat S.p.A.* e *CBI S.c.p.a.*, oltre che a Borsa Italiana, per la quale, specificamente, eroga ad *MTS* e *Monte Titoli* servizi nell’ambito *trading* e *post-trading*.

Non è da sottovalutare, inoltre, che, al termine dell’operazione, Nexi potrà vantare di un numero di collaboratori pari a 5500 individui distribuiti in 15 Paesi, di cui oltre 4 mila operanti in un polo completamente italiano dedicato all’ambito tecnologico e all’innovazione digitale, estremamente importante per lo sviluppo tecnologico dell’Italia.

Nel contesto del mercato nazionale sotto il profilo dei *digital payments* che, anche se in crescita, possiedono una quota di penetrazione equivalente al 24%, una volta finalizzata la fusione, Nexi avrà la possibilità di sfruttare le opportunità di crescita a livello organico nella loro totalità in modo da raggiungere

un'accelerazione, insieme agli istituti bancari con cui collabora, della diffusione dei pagamenti digitali a beneficio dei cittadini, delle imprese e della Pubblica Amministrazione.

Da un punto di vista quantitativo quello che i consigli di amministrazione delle due società si aspettavano in termini di creazione di valore potenzialmente generabile dalle sinergie che si potrebbero ottenere è un valore pari a 150 milioni di euro di sinergie ricorrenti annui a regime, così composti:

- circa 100 milioni di euro connessi a minor costi operativi, grazie all'ottimizzazione della condivisione delle piattaforme tecnologiche, ad un processo di *insourcing* e al consolidamento dell'eccellenza operativa, oltre che al *procurement* centralizzato;
- circa 50 milioni di euro di sinergie di ricavo, di cui 35 milioni relativi all'*EBITDA*, dovuti alle vendite incociate e all'*upselling* delle soluzioni attuali e di nuova generazione di clientela a livello internazionale e nazionale, oltre che a un'offerta integrata per aziende, pubbliche amministrazioni e altre soluzioni;
- circa 15 milioni di euro di sinergie in *Capex* ricorrenti dovuti all'ottimizzazione di investimenti in applicativi che si sovrapporrebbero e alla pianificazione condivisa degli investimenti per nuovi prodotti e piattaforme, oltre che alla razionalizzazione degli investimenti connessi a processi di trasformazione.

Inoltre, ulteriormente a quanto indicato precedentemente si ipotizza anche la realizzazione di *Capex* in aggiunta su base una tantum per un importo pari a circa 65 milioni di euro.

4.2 Valori attribuiti a SIA nell'operazione, criteri e metodi utilizzati ai fini della determinazione del rapporto di cambio

Passiamo ora, come abbiamo fatto anche in relazione alla fusione tra Nexi e Nets Topco 2, all'illustrazione ed all'analisi del processo valutativo che ha caratterizzato l'operazione che coinvolge Nexi e SIA al fine di comprendere qual è stato l'approccio valutativo, di individuare le eventuali differenze rispetto all'operazione trattata nel capitolo precedente e descrivere l'applicazione pratica dei diversi criteri che le società hanno adottato per effettuare le valutazioni strumentali alla determinazione del rapporto di cambio.

Anche in questo caso va ricordato che, essendo stata avviata l'operazione di fusione nell'anno 2020, i dati che verranno riportati ed esaminati fanno riferimento ai risultati rappresentati dai bilanci al 31 dicembre 2020 di SIA.

4.2.1 Il rapporto di cambio e l'approccio valutativo

Una volta che l'operazione di fusione tra le due società Nexi e SIA sarà resa efficace verrà assegnato ad ogni azionista di quest'ultima un numero di azioni ordinarie Nexi pari a 1,5761 per ogni azione SIA posseduta ed annullata per effetto del concambio, senza che siano previsti conguagli in denaro.

Il rapporto di cambio come sopra descritto verrà applicato sia in relazione alle azioni ordinarie, sia in relazione di categoria speciale di SIA che sono in circolazione. Infatti, alcuni dirigenti (o ex-dirigenti) di SIA erano in possesso di un numero complessivo di 1.410.253 azioni di categoria speciale per le quali, conseguentemente alla fusione e alla successiva ammissione a quotazione delle azioni di compendio emesse da Nexi a favore degli azionisti della società in analisi, si procederà sia ad effettuare una conversione automatica in azioni ordinarie nel rapporto di una azione ordinaria per ciascuna azione di categoria speciale, sia a concambiarle contestualmente in azioni Nexi sulla base del rapporto di cambio.

L'operazione, inoltre, prevede un aumento di capitale da parte di Nexi a servizio della fusione, in via scindibile, fino ad un valore massimo pari a 42.994.287 euro per una relativa emissione di un numero di azioni massime pari a 472.937.157, il cui importo viene definito in base alla manifestazione concreta di uno dei diversi scenari che abbiamo sopra descritto.

Dal punto di vista dell'aumento del capitale sociale da parte di Nexi al verificarsi di uno degli scenari prestabiliti vediamo in dettaglio che:

- nella circostanza in cui si concretizzi lo “Scenario A”, conseguentemente all'applicazione del rapporto di cambio, e tenendo conto degli eventuali arrotondamenti, Nexi assegnerà agli azionisti di SIA, addizionalmente alle 270.054.060 azioni di compendio, prive di valore nominale espresso (risultanti dall'applicazione del rapporto di cambio sulla totalità delle azioni SIA in circolazione) ulteriori azioni di compendio, prive di valore nominale espresso, da determinarsi a in base alla seguente formula:

$$\frac{\text{ammontare dell'AucapSIA}}{(\text{prezzo di riferimento Nexi} \times 1,5761)}$$

dove per “prezzo di riferimento Nexi” viene inteso il prezzo delle azioni Nexi calcolato come la media (anche definita “media 30/10”) del prezzo medio ponderato in base al volume delle transazioni (“VWAP”) delle azioni Nexi nei 30 giorni di negoziazione precedenti alla data di riferimento, e del “VWAP” delle azioni Nexi nei dieci giorni di negoziazione precedenti alla data di riferimento, tenendo presente che, nel caso in cui la “media 30/10” risulta essere maggiore o minore del “VWAP” delle azioni del giorno precedente alla data di riferimento di più del 5%, allora il prezzo di riferimento viene calcolato come la media della “media 30/10” e il “VWAP” delle azioni Nexi nel giorno precedente alla data di riferimento.

Per “data di riferimento” si intende il 31° giorno di negoziazioni successivo all’invio della comunicazione da parte di Nexi dell’avvenuto perfezionamento della fusione con Nets Topco 2.

- nella circostanza in cui si concretizzi lo “*Scenario B*”, conseguentemente all’applicazione del rapporto di cambio, e tenendo sempre conto degli eventuali arrotondamenti, Nexi procederà all’assegnazione di 270.054.060 azioni di compendio, prive di valore nominale espresso, agli azionisti di SIA; e
- nella circostanza in cui si concretizzi lo “*Scenario C*”, conseguentemente all’applicazione del rapporto di cambio, e tenendo in considerazione gli eventuali arrotondamenti, Nexi procederà all’assegnazione di 280.054.060 azioni di compendio, prive di valore nominale espresso, agli azionisti di SIA.

Come abbiamo più volte sottolineato in precedenza, lo scopo principale del processo valutativo effettuato dall’organo amministrativo è rappresentato dalla stima dei valori relativi del patrimonio delle società partecipanti all’operazione con l’obiettivo di pervenire ad un rapporto di cambio in linea con i principi di omogeneità relativa e confrontabilità alla base delle metodologie valutative usate, tenendo conto che i valori relativi risultanti da tale valutazione non possono essere presi come riferimento in contesti diversi rispetto all’operazione in analisi.

In particolare, nel caso della fusione tra Nexi e SIA la determinazione del rapporto di cambio da parte dell’organo amministrativo è avvenuta mediante il supporto di advisor finanziari, quali *BofA Securities*, *Goldman Sachs*, *HSBC* e *Mediobanca*. Questi collaboratori hanno espresso un giudizio indipendente riguardo la congruità sotto un profilo finanziario, la c.d. “*fairness opinion*”, del rapporto di cambio.

Il processo valutativo delle società coinvolte nell’operazione oggetto d’esame, al fine di determinare il rapporto di cambio, è avvenuto nel rispetto dei principi e delle metodologie applicate nella prassi, anche a livello internazionale, per operazioni con caratteristiche analoghe anche relativamente alla dimensione.

Vediamo che sono stati applicati i seguenti criteri valutativi:

- *discounted cash flow (unlevered)*;
- multipli di mercato; e
- transazioni comparabili.

Anche in questo caso, come nelle valutazioni effettuate nell’ambito dell’operazione tra Nexi e Nets, vediamo che il processo valutativo è stato condotto prendendo in considerazione le società oggetto di valutazione su base c.d. “*stand-alone*”, e quindi senza tener conto dei potenziali effetti sinergici che potrebbe essere generati dal consolidamento dato che queste sinergie si potrebbero concretizzare solo al completamento della fusione. Invece, notiamo che, a differenza dell’operazione di fusione analizzata nel precedente capitolo, in questo caso non viene utilizzato il criterio di valutazione “*Sum of the parts*”.

4.2.2 L'applicazione del Discounted cash flow

Il criterio valutativo del *Discounted Cash flow*, come abbiamo già sottolineato più volte, si pone l'obiettivo di individuare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che ci si attende che le due società partecipanti all'operazione di fusione in analisi possano generare successivamente al completamento della stessa, basandosi sulle migliori stime che erano disponibili al tempo della valutazione. Questo metodo viene applicato in maniera distinta sia al *business plan* di SIA, esaminato e rivisto dai manager di Nexi durante la procedura di *due diligence*, in quanto società privata, sia alle proiezioni dei dati finanziari di Nexi fondati sul *consensus* degli analisti di ricerca, in quanto società quotata su MTA. Si è poi proceduto all'estensione delle proiezioni sopra citate, prettamente ai fini dell'esercizio valutativo, oltre il periodo esplicito con lo scopo di esprimere la tendenza di evoluzione e crescita del margine operativo manifestata dalle società Nexi e SIA nell'arco di tempo o nel periodo coperto dal *consensus* degli analisti, prendendo in considerazione *assumptions* di crescita sostenibile nel lungo periodo.

Le *assumptions* di centrale rilevanza su cui si fonda tale criterio di valutazione sono, come da prassi, connesse al costo medio ponderato ("WACC") risultante dalla ricostruzione *bottom-up* fondata sul "*Capital Asset Pricing Model*" per il costo dell'*equity*, alla crescita di lungo periodo ("LTG") e alle componenti patrimoniali ricomprese tra l'*Enterprise Value* e l'*Equity Value* (ad es. *net financial position*, interessi di minoranza, ecc.). La stima del "WACC" usato allo scopo di effettuare tale valutazione porta ad un intervallo che va dal 5,6% al 7,1%, mentre la stima dell'LTG porta ad un risultato pari al 2,5% circa.

4.2.3 L'applicazione del metodo dei multipli di mercato

Il criterio di valutazione dei multipli di mercato, come sappiamo, si esplica attraverso l'applicazione di moltiplicatori rinvenibili dai valori di mercato di determinate società quotate comparabili ai risultati attesi delle società partecipanti all'operazione in questione. Questo criterio si basa sull'ipotesi che il valore di una società possa essere calcolato usando informazioni di mercato per società con peculiarità analoghe a quella che si intende valutare.

In dettaglio, vediamo che al fine di poter applicare tale criterio valutativo allo scopo di determinare il valore della società oggetto di valutazione, c'è bisogno prima di tutto di individuare delle società quotate comparabili a quest'ultima, e in un momento successivo effettuare il calcolo dei multipli impliciti nelle valutazioni di mercato delle società c.d. *comparables*, e infine, applicare i multipli calcolati ai risultati della società che si vuole valutare.

Riportando l'attenzione sul nostro caso pratico, evidenziamo che per poter applicare il metodo di valutazione in questione, è stato identificato un insieme di società operanti in particolar modo sul territorio europeo e statunitense, come è avvenuto per l'operazione tra Nexi e Nets, e aventi un profilo finanziario e commerciale analogo, alle società oggetto di valutazione. Il multiplo di cui si è tenuto conto, allo scopo di effettuare la valutazione, per questo criterio è il multiplo *EV/EBITDA* 2021 e 2022, che viene tipicamente utilizzato nella prassi valutativa di società attive nel settore *Paytech*.

4.2.4 L'applicazione del metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili consente di effettuare la stima del valore di una società mediante il valore pagato per una società con analoghe caratteristiche in operazioni precedentemente avvenute. Tale criterio valutativo permette la determinazione quindi del valore della società a seconda delle valutazioni effettuate in merito ad operazioni precedentemente concretizzate comparabili all'operazione oggetto di valutazione, in termini, ad esempio, di tipologia di attività svolta in relazione alla società che si vuole valutare, e di struttura dell'operazione.

Attraverso l'utilizzo del medesimo approccio usato per il criterio dei "multipli di mercato", sono stati identificati allo scopo di effettuare la valutazione mediante l'applicazione di tale metodo, un *panel* di operazioni *comparables* rispetto all'operazione di fusione tra Nexi e SIA sul territorio europeo e statunitense, ed è stato tenuto conto del relativo multiplo *EV/EBITDA LTM* applicato ai risultati delle società.

Una volta applicate tutte le metodologie valutative del *discounted cash flow*, dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili ed effettuate opportune analisi di sensibilità si è pervenuti ad un range di rapporti di cambio che va da un minimo di 1,22 ad un massimo 1,83 azioni Nexi per ogni azione SIA.

4.2.5 Difficoltà e limiti riscontrati nella determinazione del rapporto di cambio

Nel processo valutativo che ha portato alla determinazione del rapporto di cambio il consiglio di amministrazione delle società partecipanti all'operazione hanno riscontrato diverse difficoltà e limiti. Tali elementi di complessità possono essere riassunti nei seguenti:

- è stata effettuata l'applicazione di diversi criteri valutativi, sia analitici che fondati su valori di mercato, che hanno portato alla necessità dell'utilizzo di differenti informazioni, ipotesi e parametri. Nel processo applicativo di questi criteri, si è tenuto conto delle diverse peculiarità e delle limitazioni connesse ad ognuna di esse, in linea con la prassi valutativa in ambito professionale seguita a livello italiano ed internazionale;
- i dati di tipo previsionale e le stime e proiezioni sotto un profilo economico-finanziario usate allo scopo di effettuare la valutazione sono caratterizzati, per loro natura, da profili di incertezza riguardo la reale prevedibilità dei risultati operativi e reddituali futuri attesi, anche relativamente alle potenziali variazioni del contesto di riferimento, compreso il quadro regolamentare;
- si sono presentati forti limiti riguardo la stima dell'influenza della pandemia da Covid-19 sulle proiezioni da un punto di vista finanziario sia di ordine tecnico che operativo: la situazione che ha caratterizzato il periodo in cui sono state effettuate le valutazioni era senza precedenti e le stime macroeconomiche e microeconomiche erano poco affidabili e di difficile valutazione anche tenendo

conto dell'accelerazione che ha avuto la diffusione dei *digital payments* a livello europeo. Nello scenario della forte crisi sanitaria le proiezioni finanziarie prese a riferimento per il processo valutativo sono significativamente influenzate dagli scenari di ripresa economica generale e delle imprese;

- l'approvazione degli ultimi *business plan* di ciascuna società partecipante all'operazione da parte degli organi amministrativi è avvenuta nel periodo che precedeva la pandemia e non sono state valutate dagli organi amministrativi stessi nell'ambito delle proprie deliberazioni finali quali non rappresentativi dello scenario economico-finanziario di riferimento;
- l'analisi è basata su parametri autonomi per ciascuna società e, di conseguenza, non viene tenuto conto dell'impatto dell'operazione di fusione. L'impatto sinergico potenziale atteso dalla combinazione delle due società non è stato preso in riferimento dato che, come abbiamo già anticipato, queste sinergie si sarebbero concretizzate solo quando la fusione avrebbe avuto efficacia, ed inoltre, non è stato compreso il potenziale impatto delle sinergie collegabili all'eventuale fusione tra Nexi e Nets.

4.3 Procedura di concambio

Una volta che la fusione per incorporazione tra Nexi e SIA sarà divenuta efficace la totalità delle azioni di categoria speciale di SIA esistenti saranno convertite in maniera automatica, basandosi sul rapporto di conversione che abbiamo indicato nel paragrafo precedente, in azioni ordinarie di SIA per le quali, a loro volta, si procederà all'annullamento e al concambio con un ammontare di azioni di compendio calcolato in base al rapporto di cambio, il cui numero definitivo verrà determinato a seconda dello scenario che si verificherà.

Nexi, quindi procederà ad aumentare il proprio capitale sociale e all'assegnazione delle azioni di compendio agli azionisti di SIA.

L'emissione delle azioni di compendio, per l'assegnazione di queste ultime agli azionisti SIA, avviene al momento della finalizzazione dell'operazione e cioè alla data di efficacia, in forma dematerializzata e successivamente si procederà alla consegna di tali azioni di SIA mediante i sistemi di gestione accentrata gestiti da *Monte Titoli S.p.A.* (Deposito Centrale Titoli italiano con funzioni di custodia dei titoli).

In sostanza, l'emissione dei titoli a favore degli azionisti di SIA avviene, in base alla manifestazione concreta di uno dei probabili scenari individuati, nel seguente modo:

- nella circostanza in cui si manifesti lo "*Scenario A*" oltre alle 270.054.060 azioni di compendi, Nexi emetterà ulteriori azioni di compendio il cui ammontare viene calcolato attraverso la formula indicata nel paragrafo precedente;
- nella circostanza in cui si manifesti lo "*Scenario B*", conseguentemente all'applicazione del rapporto di cambio, e tenendo in considerazione gli eventuali arrotondamenti, si procederà all'emissione da

parti di Nexi di 270.054.060 azioni di compendio, prive di valore nominale espresso, a favore degli azionisti di SIA; e

- nella circostanza in cui si manifesti lo “*Scenario C*”, conseguentemente all’applicazione del rapporto di cambio, e tenendo in considerazione gli eventuali arrotondamenti, si procederà all’emissione da parte di Nexi di 270.054.060 azioni di compendio, prive di valore nominale espresso, a favore degli azionisti SIA.

Fermo restando quanto detto fin ora in relazione alla procedura di concambio l’ammontare massimo di azioni di compendio che vengono emesse a servizio dell’operazione in analisi individuato in modo tale che risulti sufficiente per garantire l’assegnazione delle medesime agli azionisti SIA in ogni scenario contemplato è pari a 472.937.157 azioni Nexi.

4.4 Effetti della fusione

L’argomento su cui quest’ultimo paragrafo si concentra nell’ambito dell’operazione di fusione per incorporazione tra Nexi e SIA è rappresentato dagli effetti che quest’ultima ha avuto sulla compagine sociale del gruppo e le relative partecipazioni che caratterizzano la società risultante in base ai diversi scenari che potrebbero verificarsi.

Inoltre, andremo ad analizzare il potenziale impatto che la fusione potrebbe avere sui soggetti legati alle società partecipanti ed in particolare sulla governance della società successivamente all’operazione.

4.4.1 Impatto sulla struttura azionaria al verificarsi degli “Scenario A e Scenario B”

Andiamo, in primis, a valutare come potrebbe cambiare la compagine sociale della società al momento dell’efficacia dell’operazione, tenendo come punto di riferimento la struttura azionaria delle due società partecipanti descritta nel primo paragrafo del presente capitolo, ed inoltre, prendendo in considerazione la circostanza in cui si verifichino gli “*Scenario A e Scenario B*”.

Come abbiamo anticipatamente illustrato in precedenza, il progetto di fusione legato all’operazione oggetto di analisi prevede due scenari, lo “*Scenario A*” e lo “*Scenario B*”, che si concretizzerebbero nel caso in cui la fusione venga completata in un momento successivo rispetto alla fusione Nets, e quindi, bisogna tenere in considerazione l’eventualità che, come abbiamo visto nel capitolo precedente dedicato a quest’ultima, Nexi potrebbe effettuare un’ulteriore emissione a favore degli azionisti Nets, nella circostanza in cui si verifichino determinate condizioni, senza aumento di capitale, di azioni aggiuntive Nexi a servizio di specifiche clausole contrattuali (c.d. *earn-out*) inserite negli accordi tra Nexi e Nets nell’ambito dell’operazione di fusione in base:

- all’ammontare degli effettivi proventi ottenuti da *Nets A/S* relativamente alla cessione di *Centurion DK A/S*, *Centurion NO AS* e *Centurion NNI* a *Mastercard/Europay U.K. Limited* e *Mastercard*

International Incorporated in conformità con gli accordi contrattuali legati alle clausole di *Earn-out* (“*Earn-Out Centurion*”);

- alla capacità di generare reddito da parte del gruppo Nets nell’anno 2021 (“*Earn-Out EBITDA*”).

Una volta rivisto ciò che prevedono gli scenari e i relativi collegamenti con la contestuale operazione di fusione con Nets, di seguito andremo ad indicare la partecipazione dei principali azionisti Nexi in termini percentuali conseguentemente all’efficacia della fusione Nets e della fusione con SIA. I presupposti alla base del calcolo sono rappresentati dal rapporto di cambio determinato ai fini della fusione Nets (come visto nel capitolo precedente) e sul rapporto di cambio determinato ai fini della fusione con SIA e sulle ipotesi che: (i) le partecipazioni azionarie in Nexi non muteranno fino alla data di efficacia; (ii) le partecipazioni azionarie detenute dagli azionisti di Nets in Nets Topco 2 non muteranno fino alla data di efficacia della fusione Nets; (iii) le partecipazioni azionarie detenute dagli azionisti di SIA non muteranno fino alla data di efficacia della fusione SIA; e (iv) non verrà effettuata alcuna emissione di azioni Nexi da parte di quest’ultima a servizio dell’*Earn-out Centurion* e/o dell’*Earn-out EBITDA*. Tenendo fermo quanto detto fin ora, viene, inoltre, evidenziata una stima dell’azionariato di Nexi collegata allo “*Scenario A*”, cioè nel caso in cui una volta verificata la fusione Nets in un momento precedente rispetto alla finalizzazione della fusione SIA, CDPE decida di esercitare l’opzione indicata negli accordi con Nexi e di sottoscrivere l’aumento di capitale in maniera integrale fino alla misura massima prevista dai medesimi accordi, con l’ipotesi che i soci di minoranza di SIA decidano di non sottoscrivere tale aumento di capitale pro-quota.

Prendendo come punto di riferimento quanto detto fin ora la seguente tabella dovrebbe descrivere la relativa struttura azionaria:

Tabella 1. *Struttura azionaria gruppo Nexi al verificarsi dello "Scenario A" o dello "Scenario B"*

Azionisti Nexi	Scenario A e relativa % sul capitale sociale	Scenario Be relativa % sul capitale sociale
CDPE e FSIA	25,0%	17,2% di cui: - 5,3% di CDPE e - 11,9% di FSIA
Mercury UK Holdco Ltd.	8,6%	9,5%
Evergood H&F Lux S.à r.l.	18,0%	19,9%
AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l.	3,6%	4,0%
Eagle (AIBC) & CY SCA	5,5%	6%
Government of Singapore Investment Corporation Pte	1,7%	1,8%
Intesa San Paolo	4,6%	5,0%
Altri azionisti	33,1%	36,5%

Fonte: *Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*

La seguente tabella invece rappresenta la struttura azionaria di Nexi successivamente al completamento della fusione Nets e della fusione con SIA, prendendo in considerazione le stesse ipotesi su cui si basa la valutazione precedente ad eccezione dell'emissione delle azioni conseguentemente all'*Earn-out Centurion* e/o dell'*Earn-out EBITDA*, che vengono contemplate come se queste avvenissero fino all'importo massimo previsto.

Tabella 2. *Struttura azionaria gruppo Nexi al verificarsi dello "Scenario A" o dello "Scenario B" tenendo conto anche dell'emissione di ulteriori azioni Nexi connessa all'Earn-out Centurion e/o all'Earn-out EBITDA*

Azionisti Nexi	Scenario A e relativa % sul capitale sociale	Scenario B e relativa % sul capitale sociale
CDPE e FSIA	25,0%	17,2% di cui: - 5,3% di CDPE e - 11,9% di FSIA
Mercury UK Holdco Ltd.	8,1%	9,5%
Evergood H&F Lux S.à r.l.	19,7%	19,9%
AB Europe (Luxembourg) Investment S.à r.l.	4,0%	4,0%
Eagle (AIBC) & CY SCA	6,0%	6%
Government of Singapore Investment Corporation Pte	1,6%	1,8%
Intesa San Paolo	4,3%	5,0%
Altri azionisti	31,4%	36,5%

Fonte: *Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*

4.4.2 Impatto sulla struttura azionaria al verificarsi dello “Scenario C”

Una volta analizzato quale dovrebbe essere potenzialmente l'impatto sulla compagine societaria al verificarsi dei primi due scenari previsti dal progetto di fusione, passiamo alla descrizione dell'impatto che il verificarsi dello “*Scenario C*” avrebbe sulla struttura societaria.

La tabella che segue rappresenta la partecipazione azionaria in termini percentuali dei principali azionisti Nexi conseguentemente alla fusione di quest'ultima con la società SIA.

La determinazione di tali percentuali è fondata sul rapporto di cambio come indicato nei paragrafi precedenti e sulle ipotesi che: (i) le partecipazioni azionarie di Nexi non mutino fino alla data di efficacia; e (ii) le partecipazioni azionarie detenute dagli azionisti di SIA in quest'ultima rimangano invariate fino all'efficacia della operazione di fusione in analisi.

Tabella 3. *Struttura azionaria gruppo Nexi al verificarsi dello "Scenario C"*

Azionisti Nexi	%
CDPE e FSIA	25% di cui: - 7,7% di CDPE e - 17,3% di FSIA
Mercury UK Holdco Ltd.	13,8%
Government of Singapore Investment Corporation Pte	2,7%
Intesa Sanpaolo	7,3%
Altri azionisti	51,2%

Fonte: *Relazione illustrativa del consiglio di amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*

4.4.3 Impatto sulla governance

Per concludere l'analisi di tutti i principali aspetti che hanno caratterizzato l'operazione di fusione tra le due società Nexi e SIA, andiamo infine ad analizzare quello che è l'impatto della medesima sulla governance del gruppo Nexi.

Gli accordi che sono stati stretti tra le due protagoniste dell'operazione prevedevano, in sostanza, la conferma della *corporate governance* di Nexi prima della fusione, che risultava essere conforme ai migliori standard di mercato internazionali, la cui composizione vede all'apice del Consiglio di Amministrazione Michaela Castelli.

Dell'organo amministrativo però, si vedrà un rafforzamento, al completamento dell'operazione, mediante l'ingresso di 5 (o 6 a seconda dell'azionariato al *closing* della fusione) nuovi amministratori designati dai due principali azionisti di SIA, CDPE e FSIA, tre dei quali indipendenti, uno nel ruolo di vicepresidente e uno non indipendente.

Conseguentemente a tale modifica dell'assetto, si avrà un aumento ulteriore degli amministratori indipendenti rispetto ai complessivi 13 consiglieri.

Alla guida del gruppo risultante dall'operazione ci sarà l'Amministratore Delegato che prima dell'operazione guidava Nexi, Paolo Bertoluzzo nel ruolo di Amministratore Delegato e Dirigente Generale.

Per quanto concerne l'Amministratore Delegato di SIA, Nicola Cardone, invece, sarà chiamato a condurre, fino al completamento dell'operazione con Nexi, le attività legate alla gestione ordinaria della società, attraverso il supporto dei collaboratori e degli azionisti, per poi successivamente dare inizio a nuove sfide a livello personale.

Gli accordi tra *CDPE*, *FSIA* e *Mercury UK*, inoltre, prevedono che successivamente alla sottoscrizione del *memorandum of understanding* che ha dato il via all'operazione di fusione tra le due società in analisi e con l'efficacia della stessa, si andrà a perfezionare anche un patto parasociale con lo scopo di pervenire ad una definizione delle reciproche relazioni in qualità di futuri azionisti del gruppo nascente.

CAPITOLO 5

L'IMPATTO DELLE OPERAZIONI

5.1 Valutazione sulla congruità del rapporto di cambio

L'obiettivo del paragrafo è quello di valutare in maniera separata la congruità del rapporto di cambio della fusione Nexi-Nets e, successivamente dell'operazione Nexi-Sia. Le modalità di valutazione prescelte sono il metodo indiretto del *Discounted Cash Flow (DCF)* e, come metodo di controllo, la valutazione attraverso i multipli di mercato. Tali metodologie sono due dei criteri di valutazione utilizzati dagli *advisor* nell'ambito di entrambi i processi valutativi ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

5.1.1 Valutazione Nexi attraverso l'applicazione del DCF

Nell'ambito della valutazione della società Nexi, in relazione all'applicazione del *DCF*, si è effettuata la stima del tasso di attualizzazione (*WACC*) nelle sue componenti del costo dell'*Equity* e del costo del debito. Per la determinazione del costo del capitale proprio si è applicato il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, individuando dapprima il rendimento *risk free* e successivamente il *Beta levered* e il *Total Equity Risk Premium*. La formula applicata per la determinazione del rendimento dell'*Equity* è:

$$R_e = R_f + Beta_{levered} \cdot Total\ ERP$$

Poiché Nexi e Nets sono società con sede in un Paese dell'Unione Europea, si è deciso di includere il *Country Risk Premium* all'interno del *Total Equity Risk Premium* e selezionare come *risk free* il rendimento del *bund* tedesco a 10 anni, il quale non risente del rischio paese (pari a 0) ed è espresso nella stessa valuta del debito riferito ai due Stati in cui le società hanno le rispettive sedi (Italia e Lussemburgo).

Figura 4. Determinazione del Risk Free Rate

Data valutazione	31/12/2020
ISIN	DE0001102507
Prezzo secco	102,26
Tasso cedolare	0%
VN	100
Scadenza	15/08/2030

Date	Cash Flow
31/12/2020	- 102,26
15/08/2021	-
15/08/2022	-
15/08/2023	-
15/08/2024	-
15/08/2025	-
15/08/2026	-
15/08/2027	-
15/08/2028	-
15/08/2029	-
15/08/2030	100,00

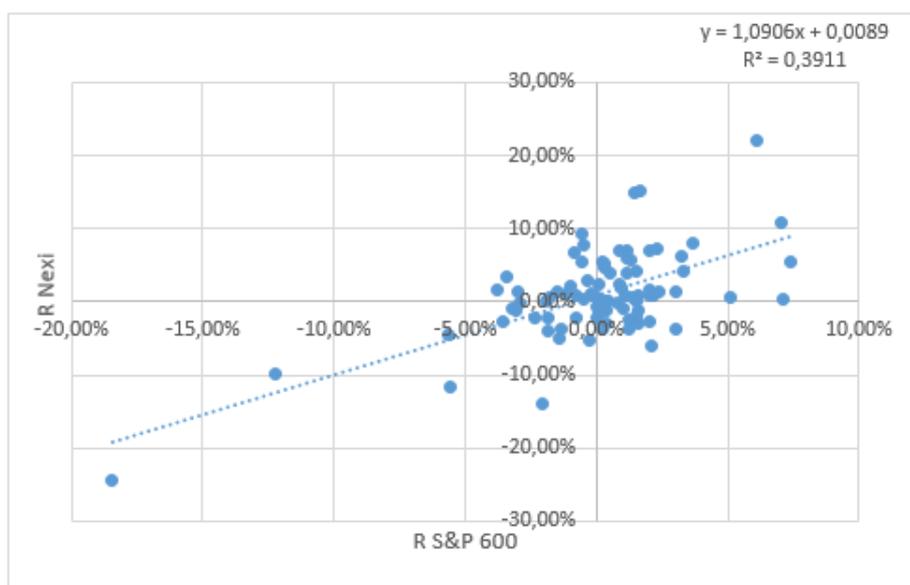
TIR (Risk free)	-0,23%
TIR (Risk free)	0,00%

Fonte: Elaborazione in Excel

Il titolo selezionato ha codice ISIN DE0001102507, ha scadenza 15/08/2030 ed è in linea con una durata decennale dalla data di valutazione. Il tasso cedolare è nullo, mentre il rimborso a scadenza è pari al valore nominale. Poiché il prezzo secco al 31/12/2020 è pari a 102,26 €, il rendimento annuo è negativo (-0,23%) e, di conseguenza, si è ipotizzato un tasso *risk free* nullo.

Per quanto concerne il *Beta levered* di Nexi, essendo una società quotata, si è applicata una metodologia c.d. *top down* (con intervalli settimanali e per un periodo biennale), ovvero regredendo i rendimenti del titolo sui rendimenti dell'indice di mercato (*S&P 600*) e ottenendo un valore pari a 1,09.

Figura 5. Determinazione Beta (Nexi)



Fonte: Elaborazione in Excel

Per la determinazione del *Total Equity Risk Premium*, si è considerato il premio per il rischio di un mercato maturo (pubblicato dal Prof. Damodaran) pari al 4,72% e un *Country Risk Premium* ponderato in relazione alle aree geografiche in cui sono segmentati i ricavi della società (1,69%).

Figura 6. Determinazione del Country Risk Premium (Nexi)

	Ricavi	Pesi	Country risk	CR x Pesi
Italy	1.165,1	66,51%	2,13%	1,42%
Nordics	351,5	20,07%	0,71%	0,14%
DACH and Poland	209,8	11,98%	0,82%	0,10%
Other Countries	25,43	1,45%	2,50%	0,04%
Totale	1.751,9	1,0		1,69%

Fonte: Elaborazione in Excel

Il *Total Equity Risk Premium* così ottenuto (6,41%) è stato considerato nella formula del *CAPM* per ottenere un rendimento dell'Equity pari a 6,99%.

Figura 7. *Determinazione del rendimento dell'Equity (Nexi)*

<i>Market Risk Premium</i>	4,72%
<i>Beta</i>	1,090624
<i>Total ERP</i>	6,41%
<i>Risk Free</i>	0,00%
<i>Re</i>	6,99%

Fonte: *Elaborazione in Excel*

In relazione al calcolo del costo del debito, si è considerata la somma tra l'*Interest Rate Swap (IRS)* a 10 anni e uno *Spread* calcolato sulla base dell'*Interest Coverage Ratio (ICR)* (*EBIT*/interessi passivi). L'*IRS* è pari all'1,70%, mentre l'*ICR* è risultato essere superiore a 20. Tale valore è stato poi convertito mediante l'indicazione del Prof. Damodaran, in una *classe di rating* (AAA) e successivamente in uno *spread* (0,67%). Il rendimento complessivo del debito è stato ipotizzato pari a 2,37%.

Figura 8. *Determinazione del rendimento del Debito (Nexi)*

<i>IRS 10 Y</i>	1,70%
<i>EBIT</i>	66,5
<i>Interessi passivi</i>	3,23
<i>ICR</i>	20,6
<i>Rating</i>	AAA
<i>Spread</i>	0,67%
<i>Rd</i>	2,37%

Fonte: *Elaborazione in Excel*

Una volta ottenuti i dati di input si è determinato il *WACC* sulla base della seguente formula:

$$WACC = R_e \cdot \frac{E}{V} + R_d \cdot \frac{D}{V} \cdot (1 - t)$$

Come *D/E target* è stato ipotizzato l'85,72% in riferimento ai dati pubblicati dal Prof. Damodaran sul *D/E medio* delle società operanti nel settore dei servizi finanziari, ottenendo un *WACC* pari al 4,60%.

Figura 9. Determinazione del WACC (Nexi)

Re	6,99%
D/E target	85,72%
D/V	0,461555
E/V	0,538445
rd	2,37%
Aliquota di imposta	24%
WACC	4,60%

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto concerne la determinazione dei *Flussi di Cassa Operativi (FCFO)*, si è iniziato con la stima di un tasso di crescita dei ricavi, utilizzando come dati il fatturato dei tre anni precedenti e calcolandone l'incremento annuo medio (28,84%).

Figura 10. Determinazione del tasso di crescita dei ricavi (Nexi)

	2020	2019	2018
Ricavi	1.015	996	639
g	1,87%	55,81%	

Media
28,84%

Fonte: Elaborazione in Excel

Le stime ottenute a partire dal dato del 2020 (1.014,8 mln €) sono di seguito riepilogate:

Figura 11. Proiezione dei ricavi 2021-2025 (Nexi)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ricavi	1.014,8	1.307	1.685	2.170	2.796	3.603

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto concerne i costi operativi, si è determinata l'incidenza media sui ricavi in riferimento ai tre esercizi antecedenti la fusione, con un valore pari al 13,11%.

Figura 12. Determinazione dell'incidenza costi operativi/ricavi (Nexi)

	2020	2019	2018
Costi operativi	87	182	80
Costi operativi/ Ricavi	8,57%	18,29%	12,47%

Media
13,11%

Fonte: Elaborazione in Excel

I costi operativi stimati nel quinquennio 2021-2025 sono riportati di seguito:

Figura 13. Proiezione dei costi operativi 2021-2025 (Nexi)

	2021	2022	2023	2024	2025
Costi operativi	171	221	285	367	472

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto concerne le spese generali ed amministrative (SGA), sono state prima diminuite del valore degli ammortamenti e successivamente si è determinata l'incidenza media sui ricavi nei tre anni antecedenti il 2020 (57,62%).

Figura 14. Determinazione dell'incidenza delle SGA sui ricavi (Nexi)

	2020	2019	2018	
SGA	705	766	461	
Ammortamenti Mat	58	57	26	
Ammortamenti Imm	116	94	58	
SGA - Ammortamenti	531	615	376	
SGA/Ricavi	52%	62%	59%	
				Media
				57,62%

Fonte: Elaborazione in Excel

Le proiezioni delle SGA negli anni successivi al 2020 sono riepilogate di seguito:

Figura 15. Proiezioni delle SGA 2021-2025 (Nexi)

	2021	2022	2023	2024	2025
SGA	753	971	1.251	1.611	2.076

Fonte: Elaborazione in Excel

La determinazione degli ammortamenti è stata successiva all'individuazione dell'aliquota media effettiva applicata (Ammortamenti su Immobilizzazioni Materiali e Immateriali, pari a 4,24%) e all'incidenza delle Capex (spese in conto capitale) sui ricavi nei tre esercizi precedenti l'operazione (14,75%).

Figura 16. Determinazione aliquota media di ammortamento e incidenza Capex/ricavi (Nexi)

	2020	2019	2018	
Immobilizzazioni Materiali	187	193	156	
Immobilizzazioni Immateriali	3.707	2.685	2.668	
Immobilizzazioni Totali	3.894	2.878	2.824	
Ammortamenti Totali	174	151	84	
Ammortamenti/Immobilizzazioni	4,47%	5,26%	2,99%	Media
CAPEX	135	167	90	4,24%
CAPEX/Ricavi	13,32%	16,79%	14,14%	14,75%

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto riguarda le proiezioni, si è dapprima individuato il valore delle *Capex*, moltiplicando i ricavi futuri per l'incidenza media delle *Capex* sui ricavi e successivamente si è determinato il valore del totale delle immobilizzazioni come:

$$Immobilizzazioni_t = Immobilizzazioni_{t-1} + Capex_t$$

Ai dati sulle immobilizzazioni future si è applicata l'aliquota di ammortamento media in precedenza calcolata, stimando in tal modo i valori successivi.

Figura 17. Proiezioni *Capex*, Immobilizzazioni totali e Ammortamenti 2021-2025 (Nexi)

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Capex</i>	193	249	320	413	532
<i>Immobilizzazioni Totali</i>	4.087	4.336	4.656	5.068	5.600
<i>Ammortamenti</i>	173	184	197	215	237

Fonte: Elaborazione in Excel

L'ultimo elemento da stimare in relazione alla determinazione dei *FCFO* è la variazione del *Capitale Circolante Netto (CCN)*. In primo luogo, si è calcolata l'incidenza media dei crediti verso clienti sui ricavi (4,40%) e dei debiti verso fornitori sui costi operativi (42,59%), per poi utilizzare tali valori ai fini delle proiezioni future.

Figura 18. Determinazione dell'incidenza crediti/ricavi e debiti/costi operativi (Nexi)

	2020	2019	2018	
<i>Crediti vs clienti</i>	24	17	58	
<i>Debiti vs fornitori</i>	30	48	54	
<i>Crediti/Ricavi</i>	2,41%	1,69%	9,09%	
<i>Debiti/Costi operativi</i>	33,96%	26,60%	67,21%	
<i>CCN</i>	- 5	- 32	5	

Media
4,40%
42,59%

Fonte: Elaborazione in Excel

Successivamente si sono stimati i crediti e i debiti futuri e si è calcolato il *CCN* con la formula:

$$CCN = Crediti\ vs\ clienti + Magazzino - Debiti\ vs\ fornitori$$

ottenendo la variazione del circolante anno dopo anno e considerando un incremento come una uscita di cassa ed una riduzione come un flusso positivo.

Figura 19. Proiezioni Δ CCN 2021-2025 (Nexi)

	2021	2022	2023	2024	2025
Crediti	57,50	74,08	95,45	122,98	158,45
Debiti	73,02	94,08	121,22	156,18	201,23
CCN	- 15,52	- 20,00	- 25,77	- 33,20	- 42,78
Δ CCN	- 10,46	- 4,48	- 5,77	- 7,43	- 9,58

Fonte: Elaborazione in Excel

Una volta stimati tutti i dati di input si è calcolato l'*EBIT* (*Earnings Before Interest and Taxes*) con la formula:

$$EBIT = Ricavi - Costi operativi - SGA - Ammortamenti$$

e dall'*EBIT* si è ricavato il *NOPAT* (*Net Operating Profit After Taxes*) con la formula:

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - t)$$

indicando con “t” l’aliquota fiscale (24%).

Infine, si sono determinati i flussi di cassa con la formula:

$$FCFO = NOPAT + Ammortamenti - \Delta CCN - Capex$$

Figura 20. Determinazione FCFO 2021-2025 (Nexi)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 norm
Ricavi	1.014,8	1.307	1.685	2.170	2.796	3.603	
Costi operativi		171	221	285	367	472	
Gross profit		1.136	1.464	1.886	2.430	3.131	
SGA		753	971	1.251	1.611	2.076	
EBITDA		383	493	635	818	1.055	
Ammortamenti		173	184	197	215	237	
EBIT		209	309	438	604	817	
Imposte		50	74	105	145	196	
Nopat		159	235	333	459	621	361
Ammortamenti		173	184	197	215	237	237
Δ CCN		- 10	- 4	- 6	- 7	- 10	0
Capex		193	249	320	413	532	237
FCFO		150	175	216	268	336	361

Fonte: Elaborazione in Excel

Come si può notare dalla *Figura 17*, a seguito della determinazione dei flussi di cassa nel periodo di previsione esplicita, si è stimato un flusso di cassa normalizzato per la determinazione del *Terminal Value* (*TV*). In tal caso si sono ipotizzate le *Capex* pari agli ammortamenti, determinando di fatto, soltanto investimenti di sostituzione e il Δ CCN pari a 0, in quanto non sarebbe ipotizzabile né un assorbimento di cassa all’infinito,

né il fatto che la società diventi una “*cash machine*”. Il flusso normalizzato per il periodo sintetico, dunque, coincide con il *NOPAT* che si è determinato come una media di quello relativo ai 5 anni di previsione esplicita. Per ottenere il valore di una singola azione, si è prima calcolato il *Terminal Value* (17.654 mln €) all’epoca 2025 con la formula:

$$TV_{2025} = \frac{FCFO_{2025} \cdot (1 + g_{lt})}{WACC - g_{lt}}$$

in cui g_{lt} è il tasso di crescita di lungo periodo ipotizzato pari al 2,5%, come evidenziato nel progetto di fusione. Successivamente si è attualizzato all’epoca 2020 il TV_{2025} , ottenendo un valore pari a 14.101 mln € e si sono scontati i *FCFO* del periodo di previsione analitica, il cui valore attuale è risultato pari a 985 mln €. L’*Enterprise Value*, ottenuto come somma dei due valori attuali, è stato pari a 15.085 mln €. A tale valore si è sottratta la Posizione Finanziaria Netta (*PFN* o *Net Debt*, pari a 3.089 mln €) ottenendo un *Equity Value* di 11.007 mln €. Sulla base di 628 mln di azioni in circolazione, il valore di una singola azione di Nexi è risultato pari a 19,11 €.

Figura 21. *Determinazione del valore di Nexi*

<i>WACC</i>	4,60%
<i>g long term</i>	2,50%
<i>Terminal Value (5)</i>	17.655
<i>PV(TV)</i>	14.101
<i>PV (2021-2025)</i>	985
<i>EV</i>	15.086
<i>Net Debt</i>	3.089
<i>EQ</i>	11.997
<i>Numero azioni</i>	628
<i>Prezzo</i>	19,11

Fonte: *Elaborazione in Excel*

Sulla base del prezzo ottenuto si è provveduto ad effettuare una analisi di sensitività sull’*EV* e, di conseguenza, sul prezzo ottenuto, basata sullo scostamento del tasso di crescita di lungo periodo e del *WACC* pari a +/- 0,25% sui dati utilizzati come caso base.

Figura 22. Analisi di sensitività EV e valore azione su crescita lungo periodo e WACC (Nexi)

		<i>g long term</i>			
		15.086	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	4,35%	15.229	17.194	19.775	
	4,60%	13.553	15.086	17.033	
	4,85%	12.201	13.427	14.945	

		<i>g long term</i>			
		19,11	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	4,35%	19,34	22,47	26,58	
	4,60%	16,67	19,11	22,21	
	4,85%	14,52	16,47	18,89	

Fonte: Elaborazione in Excel

Come riportato nella *figura 22*, l'EV si colloca in un range compreso tra i 12.201 mln € e 19.775 mln €, mentre il prezzo dell'azione tra un minimo di 14,52 € e un massimo di 26,58 €.

5.1.2 Valutazione Nexi attraverso l'applicazione del metodo dei multipli

Come metodo di controllo del prezzo ottenuto mediante l'applicazione del *DCF* si è utilizzato la metodologia relativa dei multipli di mercato. Al fine di applicare tale modello valutativo, si è selezionato un campione di imprese comparabili nel panorama europeo (*Wordline SA*, *Temenos AG*, *Capgemini SE*, *Amades IT Group SA*, e *Dassault Systèmes SE*) e si è individuato il multiplo *EV/EBITDA* (al 2021) dal database di *Refinitiv* (noto *data provider*), calcolando successivamente media e mediana.

Figura 23. EV/EBITDA medio e mediano (Nexi)

	EV/EBITDA
<i>Worldline SA</i>	16,92
<i>Temenos AG</i>	27,85
<i>Capgemini SE</i>	15,11
<i>Amadeus IT Group SA</i>	44,65
<i>Dassault Systemes SE</i>	44,09
<i>Media</i>	29,72
<i>Mediana</i>	27,85

Fonte: Elaborazione in Excel

Applicando i valori del multiplo (medio e mediano) ottenuto all'EBITDA di Nexi del 2021 (la valutazione relativa, infatti, è stata riferita a tale esercizio per evitare di prendere in esame valori influenzati dalla diffusione della pandemia da Covid-19) si sono ottenuti i risultati in termini di *EV*, *EQ* e valore dell'azione riepilogati in *Figura 24*.

Figura 24. Determinazione del valore dell'azione di Nexi sulla base del multiplo EV/EBITDA

Nexi	<u>Media</u>	<u>Mediana</u>
EBITDA	444	444
EV	13.208	12.376
NFP	3.089	3.089
Equity	10.120	9.287
Numero azioni	628	628
Prezzo	16,12	14,79

Fonte: Elaborazione in Excel

In riferimento al multiplo medio, con un *Enterprise Value* di 13,2 Mrd €, con un *Equity Value* di 10,12 Mrd €, si è determinato un valore di 16,12 € per azione. Per quanto concerne invece l'applicazione del multiplo mediano, il valore dell'azione è risultato pari a 14,79 €, dovuto ad un *Enterprise Value* di 12,3 Mrd € e un *Equity Value* di 9,2 Mrd €.

Infine, si è effettuata un'analisi di sensitività facendo variare sia il multiplo medio che quello mediano di un valore pari +/-1x. I risultati ottenuti sono di seguito riepilogati:

Figura 25. Analisi di sensitività sul multiplo EV/EBITDA (Nexi)

<u>Media</u>	16,12	<u>Mediana</u>	14,79
28,72	15,41	26,85	14,09
29,72	16,12	27,85	14,79
30,72	16,83	28,85	15,50

Fonte: Elaborazione in Excel

Il prezzo varia da un minimo di 15,41 € ad un massimo di 16,83 € con riferimento al multiplo medio, mentre è compreso tra 14,09 € e 15,50 € con riferimento al multiplo mediano. I valori sono sostanzialmente in linea con quanto individuato nell'applicazione del DCF.

5.1.3 Valutazione Nets: attraverso l'applicazione del DCF

In relazione alla valutazione di Nets Topco 2 (Nets), come scritto nel paragrafo precedente, il rendimento *risk free* è stato ipotizzato pari al rendimento del *bund* tedesco con scadenza decennale in quanto la società partecipante aveva sede in Lussemburgo. Tuttavia, la determinazione del *Beta* è stata effettuata mediante un approccio c.d. *bottom-up*, in quanto società non era quotata. Sulla base dei *comparable* individuati in precedenza per l'applicazione del metodo dei multipli, si è provveduto a determinare il *Beta levered* per ognuno in riferimento al proprio mercato di appartenenza e, successivamente, si è applicata la formula di

Hamada per il *delevering*, ovvero per eliminare l'impatto della struttura finanziaria delle singole società sul *Beta Equity* determinando, quindi, il *Beta unlevered* (o *Beta Asset*) con la formula:

$$Beta_{unlevered} = \frac{Beta_{levered}}{\left[1 + \frac{D}{E} \cdot (1 - t)\right]}$$

Una volta ottenuti i *Beta unlevered*, si è determinata la media e si è utilizzato tale valore per poter effettuare il *relevering*, ovvero la stima del *Beta levered* di Nets utilizzando come *D/E target* lo stesso del settore indicato dal Prof. Damodaran (85,72%). La formula per il *relevering* è la seguente:

$$Beta_{levered} = Beta_{unlevered\ medio} \cdot \left[1 + \frac{D}{E_{target}} \cdot (1 - t)\right]$$

Per quanto riguarda l'applicazione del *delevering* e la determinazione del *Beta unlevered medio* (0,965), i dati sono riepilogati in *Figura 23*.

Figura 26. Determinazione *Beta unlevered medio*

	<i>Market Cap</i>	<i>Net Debt</i>	<i>D/E (Market value)</i>	<i>Tax rate</i>	<i>Beta levered</i>	<i>Beta unlevered</i>
<i>Worldline SA</i>	13.746	3.426,9	24,93%	28,00%	0,9	0,8
<i>Temenos AG</i>	10.314	813,8	7,89%	14,84%	1,3	1,2
<i>Capgemini SE</i>	37.150	4.128,0	11,11%	28,00%	1,2	1,1
<i>Amadeus IT Group SA</i>	26.868	3.130,3	11,65%	25,00%	1,4	1,3
<i>Dassault Systemes SE</i>	69.552	1.489,4	2,14%	28,00%	0,5	0,5
					Media	0,965

Fonte: *Elaborazione in Excel*

L'applicazione del *relevering*, ha determinato un *Beta levered* per Nets pari ad 1,34.

Figura 27. *Beta levered Nets*

	Nets
<i>Tax rate</i>	24,94%
<i>D/E target</i>	85,72%
<i>Beta levered</i>	1,34

Fonte: *Elaborazione in Excel*

Per il *Total Equity Risk Premium* è stato seguito lo stesso approccio descritto per Nexi, ottenendo i seguenti risultati:

Figura 28. Determinazione del Country Risk Premium (Nets)

	Ricavi	Pesi	Country risk	CR x Pesi
<i>Denmark</i>	466,1	43,51%	0,00%	0,00%
<i>Finland</i>	201,8	18,84%	0,38%	0,07%
<i>Norway</i>	199,5	18,62%	0,00%	0,00%
<i>Sweden</i>	99,40	9,28%	0,00%	0,00%
<i>Poland</i>	94,60	8,83%	0,82%	0,07%
<i>Baltics</i>	9,80	0,91%	1,00%	0,01%
Totale	1.071,2	100%		0,15%

Fonte: Elaborazione in Excel

Il *Country Risk Premium* è risultato di gran lunga inferiore (0,15%) rispetto a quello di Nexi per via di una localizzazione dei ricavi in un'area geografica in cui il rischio paese è praticamente assente.

Una volta individuati, *risk free*, *Beta levered* e *Total Equity Risk Premium* è stato calcolato il rendimento dell'Equity mediante l'applicazione del CAPM ottenendo un valore pari al 6,55%.

Figura 29. Determinazione del rendimento dell'Equity (Nets)

<i>Market Risk Premium</i>	4,72%
<i>Beta</i>	1,344848529
<i>Total ERP</i>	4,87%
<i>Risk Free</i>	0,00%
Re	6,55%

Fonte: Elaborazione in Excel

Per la determinazione del costo del debito, si è applicato lo stesso approccio di mercato previsto per Nexi, ovvero determinando *ICR*, *Rating* e *Spread* da applicare all'IRS a 10 anni.

Figura 30. Determinazione del rendimento del Debito (Nets)

<i>IRS 10 Y</i>	1,70%
<i>EBIT</i>	175,7
<i>Interessi passivi</i>	6
<i>ICR</i>	29,28333333
<i>Rating</i>	AAA
<i>Spread</i>	0,67%
Rd	2,37%

Fonte: Elaborazione in Excel

Il rendimento del debito è risultato pari a 2,37%, del tutto simile a quello di Nexi, per via della stessa *classe di rating* (AAA). Il WACC (4,35%), invece, è risultato leggermente inferiore in quanto ha risentito di un *costo dell'Equity* più basso e di una aliquota fiscale di poco superiore (24,94%).

Figura 31. *Determinazione del WACC (Nets)*

<i>Re</i>	6,55%
<i>D/E target</i>	85,72%
<i>D/V</i>	0,461555
<i>E/V</i>	0,538445
<i>rd</i>	2,37%
<i>Aliquota di imposta</i>	25%
WACC	4,35%

Fonte: *Elaborazione in Excel*

Le proiezioni dei ricavi si basano su un tasso di crescita dell'11,14% previsto dal management nei successivi esercizi e applicato al fatturato del 2020, pari a 975,1 mln €, ottenendo i seguenti risultati:

Figura 32. *Proiezioni dei ricavi 2021-2025 (Nets)*

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Ricavi</i>	975,1	1.116	1.240	1.378	1.531	1.702

Fonte: *Elaborazione in Excel*

In relazione ai costi operativi, questi si sono stimati sulla base dell'incidenza media (6,70%) rispetto ai ricavi nei due esercizi antecedenti la quotazione in quanto unici bilanci a disposizione relativi a Nets Topco 2.

Figura 33. *Determinazione dell'incidenza costi operativi/ricavi (Nets)*

	2020	2019	
<i>Costi operativi</i>	69	64	Media 6,70%
<i>Costi operativi/ Ricavi</i>	7,11%	6,29%	

Fonte: *Elaborazione in Excel*

Sulla base di tale media, si sono stimati i costi operativi nei 5 anni di previsione analitica.

Figura 34. *Proiezione dei costi operativi 2021-2025 (Nets)*

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Costi operativi</i>	75	83	92	103	114

Fonte: *Elaborazione in Excel*

A differenza di Nexi, nel bilancio di Nets le SGA erano già riportate al netto degli ammortamenti e si è provveduto a calcolare l'incidenza media delle stesse sui ricavi del 2019 e del 2020 (57,70%).

Figura 35. Determinazione dell'incidenza SGA/ricavi (Nets)

	2020	2019	
SGA	562	584	Media
SGA/Ricavi	57,60%	57,80%	

Fonte: Elaborazione in Excel

Attraverso tale media si sono proiettate le SGA negli anni successivi (2021-2025).

Figura 36. Proiezione delle SGA 2021-2025 (Nets)

	2021	2022	2023	2024	2025
SGA	644	715	795	884	982

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto concerne gli ammortamenti, le *Capex* e le immobilizzazioni materiali e immateriali, la logica seguita è la stessa illustrata nel paragrafo inerente alla valutazione di Nexi. Il valore ottenuto come aliquota media di ammortamento è pari al 5,73%, mentre le *Capex* sono risultate in media il 16,02% dei ricavi.

Figura 37. Determinazione aliquota media di ammortamento e incidenza *Capex*/ricavi (Nets)

	2020	2019	
Immobilizzazioni Materiali	183	178	Media
Immobilizzazioni Immateriali	5.295	5.076	
Immobilizzazioni Totali	5.478	5.254	Media
Ammortamenti Totali	321	295	
Ammortamenti/Immobilizzazioni	5,86%	5,61%	
CAPEX	144	175	
CAPEX/Ricavi	14,74%	17,31%	

Fonte: Elaborazione in Excel

Le proiezioni dei tre elementi nel quinquennio analizzato sono riportate nella *Figura 35*.

Figura 38. Proiezioni *Capex*, Immobilizzazioni totali e Ammortamenti 2021-2025 (Nets)

	2021	2022	2023	2024	2025
Capex	179	199	221	245	273
Immobilizzazioni Totali	5.657	5.856	6.077	6.322	6.595
Ammortamenti	324	336	348	363	378

Fonte: Elaborazione in Excel

Prima della determinazione dei flussi di cassa si è individuato l’impatto della variazione del CCN. A differenza di Nexi, Nets prevede anche dei valori di magazzino positivi, i quali sono stati parametrati con i ricavi per calcolarne l’incidenza nei due anni oggetto di analisi (1,52%).

Figura 39. Determinazione dell’incidenza crediti/ricavi, debiti/costi operativi e magazzino/ricavi (Nets)

	2020	2019	
<i>Crediti vs clienti</i>	331	278	
<i>Magazzino</i>	18	12	
<i>Debiti vs fornitori</i>	511	434	
<i>Crediti/Ricavi</i>	33,99%	27,49%	
<i>Debiti/Costi operativi</i>	80,92%	67,06%	
<i>Magazzino/Ricavi</i>	1,83%	1,22%	
<i>CCN</i>	- 161	- 144	

Media
30,74%
73,99%
1,52%

Fonte: Elaborazione in Excel

Dai valori così ottenuti si è effettuata la stima dei crediti verso clienti, del magazzino e dei debiti vs fornitori per determinare sia il CCN sia la variazione annua e, di conseguenza, l’impatto sui flussi di cassa.

Figura 40. Proiezioni Δ CCN 2021-2025 (Nets)

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Crediti</i>	342,91	381,10	423,55	470,73	523,16
<i>Magazzino</i>	16,97	18,86	20,96	23,29	25,89
<i>Debiti</i>	531,52	590,73	656,53	729,66	810,94
<i>CCN</i>	- 171,65	- 190,77	- 212,02	- 235,63	- 261,88
Δ CCN	- 10,25	- 19,12	- 21,25	- 23,62	- 26,25

Fonte: Elaborazione in Excel

I FCFO ottenuti sono riportati in Figura 38 e sono stati attualizzati al WACC.

Figura 41. Determinazione FCFO 2021-2025 (Nets)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 norm
<i>Ricavi</i>	975,1	1.116	1.240	1.378	1.531	1.702	
<i>Costi operativi</i>		75	83	92	103	114	
Gross profit		1.041	1.157	1.286	1.429	1.588	
<i>SGA</i>		644	715	795	884	982	
EBITDA		397	441	491	545	606	
<i>Ammortamenti</i>		324	336	348	363	378	
EBIT		73	106	142	183	228	
<i>Imposte</i>		18	26	35	46	57	
Nopat		55	79	107	137	171	171
<i>Ammortamenti</i>		324	336	348	363	378	378
Δ CCN		- 10	- 19	- 21	- 24	- 26	0
<i>Capex</i>		179	199	221	245	273	378
FCFO		210	235	256	278	303	171

Fonte: Elaborazione in Excel

I risultati ottenuti prevedono un *Enterprise Value* di 8.774 mln € e, considerata una PFN pari a 1.800 mln €, l'*Equity Value* ammonta a 6.974 mln €. Sulla base di 2.310 mln di azioni in circolazione, il valore di ogni singola azione si attesta a 3,02 €.

Figura 42. Determinazione del valore di Nets

WACC	4,35%
g long term	2,50%
Terminal Value (5)	9.468
PV(TV)	7.652
PV (2021-2025)	1.122
EV	8.774
Net Debt	1.800
EQ	6.974
Numero azioni	2.310
Prezzo	3,02

Fonte: Elaborazione in Excel

Come previsto in riferimento alla valutazione di Nexi, si è effettuata una analisi di sensitività basata su uno scostamento del +/- 0,25%, sia sul WACC che sul tasso di crescita atteso nel lungo periodo.

Figura 43. Analisi di sensitività EV e valore azione su crescita lungo periodo e WACC (Nets)

		g long term		
	8.774	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	4,10%	8.856	10.085	11.768
	4,35%	7.847	8.774	9.991
	4,60%	7.052	7.775	8.693

		g long term		
	3,02	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	4,10%	3,05	3,59	4,32
	4,35%	2,62	3,02	3,55
	4,60%	2,27	2,59	2,98

Fonte: Elaborazione in Excel

Sulla base dell'analisi, l'EV si colloca in un range compreso tra i 7,052 Mrd € e gli 11,768 Mrd €, mentre il valore di ogni singola azione varia dai 2,27 € ai 4,32 €.

5.1.4 Valutazione Nets attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di mercato

Per determinare se il valore dell'azione calcolato mediante il DCF fosse coerente con una valutazione relativa, si è applicato il metodo dei multipli di mercato sulla base dei *comparable* individuati nel caso di Nexi.

Figura 44. Determinazione del valore dell'azione di Nets sulla base del multiplo EV/EBITDA

Nets	Media	Mediana
EBITDA	238	238
EV	7.080	6.634
NFP	1.800	1.800
Equity	5.280	4.834
Numero azioni	2.310	2.310
Prezzo	2,29	2,09

Fonte: Elaborazione in Excel

Il multiplo prescelto è l'EV/EBITDA e i risultati ottenuti con il valore medio portano ad un EV di 7.080 mln €, un EQ di 5.280 mln € e un valore dell'azione a 2,29 €, mentre in relazione al multiplo mediano l'EV è pari a 6,634 Mrd €, l'EQ è di 4,834 Mrd € e il valore dell'azione si attesta a 2,09 €. Anche per tale metodologia valutativa si è effettuata una analisi di sensitività facendo variare in aumento e in decremento il multiplo di riferimento di 1x e ottenendo un range di prezzo compreso tra i 2,18 € e i 2,39 € con riferimento al multiplo medio e un intervallo compreso tra 1,99 € e 2,20 € con riferimento al multiplo mediano.

Figura 45. Analisi di sensitività sul multiplo EV/EBITDA (Nets)

Media	2,29	Mediana	2,09
28,72	2,18	26,85	1,99
29,72	2,29	27,85	2,09
30,72	2,39	28,85	2,20

Fonte: Elaborazione in Excel

Anche in questo caso, il controllo effettuato la valutazione relativa porta a risultati leggermente inferiori rispetto a quelli ottenuti mediante l'applicazione del DCF.

5.1.5 Valutazione SIA attraverso l'applicazione del DCF

In merito all'applicazione del metodo indiretto del DCF relativamente a SIA S.p.A. (SIA), è opportuno sottolineare come i criteri applicati per la determinazione del valore del capitale economico siano identici a quelli di Nets, in quanto società non quotata con sede in uno dei Paesi dell'Unione Europea. Il rendimento del titolo privo di rischio, infatti, è stato rilevato sulla base del medesimo *bund* tedesco, e il calcolo del *Beta equity* è stato effettuato nella modalità c.d. *bottom-up*, mediante *delevering* e successivo *relevering* sulla base dello stesso *D/E target* previsto per Nexi e Nets. I risultati ottenuti sono di seguito illustrati:

Figura 46. Beta levered SIA

	SIA
Tax rate	24%
D/E target	85,72%
Beta levered	1,36

Fonte: Elaborazione in Excel

La determinazione del *Country Risk Premium* è stata effettuata tenendo conto della suddivisione geografica dei ricavi riportata nell'ultimo bilancio pubblicato prima dell'operazione straordinaria, ottenendo un valore pari a 2,02%. Per quanto concerne l'estero, il rischio paese è stato determinato come una media del rischio previsto per gli Stati europei.

Figura 47. Determinazione del Country Risk Premium (SIA)

	Ricavi	Pesi	Country risk	CR x Pesi
Italia	510.198	68,19%	2,13%	1,45%
Estero	237.967	31,81%	1,80%	0,57%
Totale	748.165,0	100%		2,02%

Fonte: Elaborazione in Excel

Fermo restando il *Market Risk Premium* per un mercato maturo (4,72%), un maggior valore del *Beta levered* e del *Country Risk Premium*, hanno determinato un rendimento dell'*Equity* (9,07%) più elevato rispetto alle altre due società coinvolte nella fusione.

Figura 48. Determinazione del rendimento dell'Equity (SIA)

Market Risk Premium	4,72%
Beta	1,344848529
Total ERP	6,74%
Risk Free	0,00%
Re	9,07%

Fonte: Elaborazione in Excel

Il costo dell'indebitamento è risultato superiore a quello di Nexi e Nets (2,52%) in quanto l'ICR di 9,71, è stato tradotto in una *classe di rating* AA e, successivamente, in uno spread pari a 0,82%.

Figura 49. Determinazione del rendimento del Debito (SIA)

<i>IRS 10 Y</i>	1,70%
<i>EBIT</i>	127.910.000,00
<i>Interessi passivi</i>	13.163.000,00
<i>ICR</i>	9,717389653
<i>Rating</i>	AA
<i>Spread</i>	0,82%
<i>Rd</i>	2,52%

Fonte: Elaborazione in Excel

A causa del costo delle due fonti di finanziamento (capitale proprio e capitale di debito) più elevato, il WACC è risultato più alto in relazione al tasso di attualizzazione utilizzato sia per la valutazione di Nexi che per quella di Nets.

Figura 50. Determinazione del WACC (SIA)

<i>Re</i>	9,07%
<i>D/E target</i>	85,72%
<i>D/V</i>	0,461555029
<i>E/V</i>	0,538444971
<i>rd</i>	2,52%
<i>Aliquota di imposta</i>	24%
WACC	5,77%

Fonte: Elaborazione in Excel

Per quanto concerne la stima dei *FCFO* futuri, il punto di partenza è rappresentato sempre dalla previsione dei ricavi nel periodo analitico 2021-2025 sulla base di un tasso di crescita (14,46%) rilevato dal Prof. Damodaran in relazione alla media delle imprese appartenenti al settore dei servizi finanziari. Sulla base del tasso di crescita ipotizzato, si sono stimati i ricavi nei 5 anni successivi alla data di valutazione, ottenendo le seguenti proiezioni:

Figura 51. Proiezioni dei ricavi 2021-2025 (SIA)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Ricavi</i>	758,6	868	993	1.136	1.299	1.486

Fonte: Elaborazione in Excel

I costi operativi sono stati parametrati ai ricavi, sulla base di un tasso di incidenza medio ottenuto dai dati nei 3 anni antecedenti l'operazione (62,48%).

Figura 52. Determinazione dell'incidenza costi operativi/ricavi (SIA)

	2020	2019	2018	
Costi operativi	464	455	395	Media 62,48%
Costi operativi/Ricavi	61,17%	62,02%	64,25%	

Fonte: Elaborazione in Excel

Applicando il tasso di incidenza media alle proiezioni dei ricavi nel periodo di previsione analitica, sono stati ottenuti i seguenti costi operativi:

Figura 53. Proiezione dei costi operativi 2021-2025 (SIA)

	2021	2022	2023	2024	2025
Costi operativi	542	620	710	812	929

Fonte: Elaborazione in Excel

A differenza delle altre due società, l'incidenza delle SGA sui ricavi di SIA esaminata tra il 2018 e il 2020 è meno elevata (4,54%)

Figura 54. Determinazione dell'incidenza SGA/ricavi (SIA)

	2020	2019	2018	
SGA	33	35	27	Media 4,54%
SGA/Ricavi	4,41%	4,79%	4,43%	

Fonte: Elaborazione in Excel

Le proiezioni delle SGA per il quinquennio successivo al 2020 sono riportate in *Figura 52*:

Figura 55. Proiezione delle SGA 2021-2025 (SIA)

	2021	2022	2023	2024	2025
SGA	39	45	52	59	68

Fonte: Elaborazione in Excel

Per la determinazione degli ammortamenti, delle *Capex* e delle immobilizzazioni, è stata seguita la medesima logica già adottata per le altre due società oggetto di analisi. L'aliquota media di ammortamento è risultata pari al 12,08% e l'incidenza delle *Capex* sui ricavi è del 9,51%.

Figura 56. Determinazione aliquota media di ammortamento e incidenza Capex/ricavi (SIA)

	2020	2019	2018	
<i>Immobilizzazioni Totali</i>	974	1.047	985	
<i>Ammortamenti totali</i>	166	118	78	Media
<i>Ammortamenti/Immobilizzazioni</i>	17,00%	11,28%	7,95%	12,08%
<i>CAPEX</i>	72	78	52	
<i>CAPEX/Ricavi</i>	9,45%	10,60%	8,47%	9,51%

Fonte: Elaborazione in Excel

Dai dati ottenuti, è stato possibile stimare il valore delle immobilizzazioni, delle Capex e degli ammortamenti nel periodo di previsione analitica 2021-2025.

Figura 57. Proiezioni Capex, Immobilizzazioni totali e Ammortamenti 2021-2025 (SIA)

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Capex</i>	83	94	108	124	141
<i>Immobilizzazioni Totali</i>	1.057	1.151	1.259	1.383	1.524
<i>Ammortamenti</i>	128	139	152	167	184

Fonte: Elaborazione in Excel

Per la determinazione del CCN è stata dapprima calcolato il rapporto medio, tra i crediti verso i clienti e i ricavi (43,57%), tra il magazzino e il fatturato (20,39%) e tra i debiti verso i fornitori e i costi operativi (0,66%) nel triennio 2018-2020. Successivamente si sono utilizzati tali risultati per stimare il CNN ed il Δ CCN nel periodo 2021-2025.

Figura 58. Determinazione dell'incidenza crediti/ricavi, debiti/costi operativi e magazzino/ricavi (SIA)

	2020	2019	2018	
<i>Crediti vs clienti</i>	336	333	252	
<i>Debiti vs fornitori</i>	86	96	85	
<i>Magazzino</i>	6	4	4	Media
<i>Crediti/Ricavi</i>	44,28%	45,36%	41,06%	43,57%
<i>Debiti /Costi operativi</i>	18,45%	21,11%	21,62%	20,39%
<i>Magazzino/Ricavi</i>	0,74%	0,54%	0,71%	0,66%
<i>CCN</i>	256	241	171	

Fonte: Elaborazione in Excel

Le proiezioni riferite al CCN e alle variazioni annue sono di seguito riepilogate:

Figura 59. Proiezioni Δ CCN 2021-2025 (SIA)

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>Crediti</i>	378,11	432,55	494,84	566,10	647,62
<i>Debiti</i>	110,57	126,49	144,71	165,54	189,38
<i>Magazzino</i>	5,75	6,58	7,53	8,61	9,85
<i>CCN</i>	267,54	306,06	350,13	400,55	458,23
<i>Δ CCN</i>	11,58	38,53	44,07	50,42	57,68

Fonte: Elaborazione in Excel

I flussi di cassa prospettici per la valutazione nel periodo di previsione analitica e il flusso di cassa normalizzato per la determinazione del Terminal Value sono riportati nella *Figura 57*:

Figura 60. Determinazione FCFO 2021-2025 (SIA)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2025 norm
<i>Ricavi</i>	758,6	868	993	1.136	1.299	1.486	
<i>Costi operativi</i>		542	620	710	812	929	
<i>Gross profit</i>		326	373	426	488	558	
<i>SGA</i>		39	45	52	59	68	
<i>EBITDA</i>		286	327	375	429	490	
<i>Ammortamenti</i>		128	139	152	167	184	
<i>EBIT</i>		159	188	223	262	306	
<i>Imposte</i>		38	45	53	63	73	
<i>Nopat</i>		121	143	169	199	233	173
<i>Ammortamenti</i>		128	139	152	167	184	184
Δ CCN		12	39	44	50	58	0
<i>Capex</i>		83	94	108	124	141	184
<i>FCFO</i>		166	188	213	242	275	173

Fonte: Elaborazione in Excel

Sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2,5%, si è ottenuto un EV di 5.003 mln €, un EQ di 4.250 mln € e un valore per azione pari a 25,01 € (calcolato su un numero di azioni in circolazione pari a 170 mln).

Figura 61. Determinazione del valore di SIA

<i>WACC</i>	5,77%
<i>g long term</i>	2,50%
<i>Terminal Value (5)</i>	5.422
<i>PV(TV)</i>	4.096
<i>PV (2021-2025)</i>	906
<i>EV</i>	5.003
<i>Net Debt</i>	752
<i>EQ</i>	4.250
<i>Numero azioni</i>	170
<i>Prezzo</i>	25,01

Fonte: Elaborazione in Excel

Come nelle valutazioni precedenti, si è effettuata una analisi di sensitività volta a determinare un intervallo relativo sia all'EV che al prezzo dell'azione al variare di +/- 0,25% del tasso di crescita di lungo periodo e del WACC.

Figura 62. Analisi di sensitività EV e valore azione su crescita lungo periodo e WACC (SIA)

		<i>g long term</i>			
		5.003	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	5,52%	5.048	5.402	5.819	
	5,77%	4.702	5.003	5.353	
	6,02%	4.402	4.660	4.958	

		<i>g long term</i>			
		25,01	2,25%	2,50%	2,75%
WACC	5,52%	25,28	27,36	29,82	
	5,77%	23,24	25,01	27,07	
	6,02%	21,48	23,00	24,75	

Fonte: Elaborazione in Excel

Il range di variazione dell'Enterprise Value è compreso tra i 4,402 Mrd € e i 4,819 Mrd €, mentre il valore della singola azione oscilla tra i 21,48 € e i 29,92 €, rispetto ad un caso base di 25,01 €.

5.1.6 Valutazione SIA attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di mercato

Per definire la coerenza del valore ottenuto attraverso il DCF con i valori espressi dal mercato, si è rilevato il multiplo *EV/EBITDA* riferito ai *comparable* già selezionati per le precedenti valutazioni e si è calcolato, in ottica *Asset Side* il valore dell'impresa nel suo complesso sia con il risultato medio che mediano.

Figura 63. Determinazione del valore dell'azione di SIA sulla base del multiplo *EV/EBITDA*

SIA	<u>Media</u>	<u>Mediana</u>
<i>EBITDA</i>	220	220
<i>EV</i>	6.533	6.121
<i>NFP</i>	752	752
<i>Equity</i>	5.781	5.369
<i>Numero azioni</i>	170	170
Prezzo	34,02	31,60

Fonte: Elaborazione in Excel

I valori ottenuti sono leggermente più elevati rispetto a quello determinato con il DCF, in quanto l'EV ricavato mediante il multiplo medio è di 6.533 mln €, con un prezzo dell'azione di 34,02 € e l'EV calcolato attraverso il multiplo mediano è di 6.121 mln €, con un prezzo dell'azione di 31,60 €. Tuttavia, a seguito dell'analisi di sensitività effettuata facendo variare i rispettivi multipli di +/- 1x, si sono ottenuti valori compresi tra i 30,30 € e i 35,31 € relativamente al prezzo della singola azione.

Figura 64. Analisi di sensitività sul multiplo EV/EBITDA (SIA)

<u>Media</u>	34,02	<u>Mediana</u>	31,60
28,72	32,73	26,85	30,30
29,72	34,02	27,85	31,60
30,72	35,31	28,85	32,89

Fonte: Elaborazione in Excel

5.1.7 Determinazione dei rapporti di cambio ed esito della valutazione

Come sintesi delle tre valutazioni effettuate, si è calcolato il rapporto di cambio determinato attraverso il DCF e i due multipli *EV/EBITDA* medio e mediano rilevati e si sono confrontati con il rapporto di cambio riportato nei due progetti di fusione. Per quanto concerne la fusione Nexi-Nets, i dati effettivi prevedono un rapporto di cambio pari a 0,176049496 (ovvero per ogni azione Nets, gli azionisti riceveranno 0,176049496 azioni Nexi), mentre le stime effettuate attraverso il DCF, il multiplo medio e quello mediano prevedono rispettivamente un rapporto di cambio pari a 0,158002521, 0,1418204331 e 0,1411473123. Si può dunque affermare come i dati stimati siano sostanzialmente prossimi rispetto a quelli effettivi risultanti dall'operazione.

Per quanto riguarda la fusione Nexi-SIA, il dato effettivo previsto nel progetto riporta un intervallo compreso tra 1,22 e 1,83 (ogni azionista SIA riceverà tra 1,22 e 1,83 azioni Nexi per ogni azione detenuta). La stima mediante il DCF ha portato ad un rapporto di cambio interno al range effettivo (1,308831144), mentre quelli ottenuti attraverso i multipli di mercato denotano una leggera sovrastima (2,1104595 per il multiplo medio e 2,135850051 per quello mediano).

Figura 65. Sintesi rapporti di cambio

<u>Effettivo</u>	Rapporto di Cambio
Nexi/NETS	0,176049496
Nexi/SIA	range 1,22-1,83

<u>DCF</u>	Rapporto di Cambio
Nexi/NETS	0,158002521
Nexi/SIA	1,308831144

<u>EV/EBITDA medio</u>	Rapporto di Cambio
Nexi/NETS	0,141820431
Nexi/SIA	2,110459501

<u>EV/EBITDA mediano</u>	Rapporto di Cambio
Nexi/NETS	0,141473123
Nexi/SIA	2,135850051

Fonte: Elaborazione in Excel

Tale differenza in termini relativi può essere spiegata dalla selezione del campione di imprese comparabili rispetto alla valutazione effettuata dagli advisor coinvolti nell'operazione straordinaria e, in generale, dalla minore accuratezza che una valutazione relativa comporta rispetto ad una valutazione basata sui fondamentali attraverso il metodo indiretto del DCF.

Sulla base delle considerazioni effettuate, si possono giudicare congrui i rapporti di cambio previsti nel progetto di fusione, fermo restando la differenza tra valore e prezzo, quest'ultimo è, infatti, inevitabilmente legato a circostanze di natura extra-economica come, ad esempio, il potere contrattuale dei soggetti coinvolti nell'operazione.

5.1 Il percorso di trasformazione di Nexi per diventare la Paytech europea

In questo primo paragrafo andremo a ripercorrere i passaggi fondamentali del progetto che il gruppo Nexi ha strutturato per cercare di raggiungere il suo principale obiettivo a livello strategico: diventare il gruppo leader in Europa nel settore *Paytech*.

Al fine di comprendere al meglio il percorso di trasformazione che ha portato Nexi ad intraprendere la strada indirizzata verso il raggiungimento del risultato sopracitato vedremo, in maniera estremamente sintetica, l'evoluzione graduale delle società che si sono rese protagoniste delle operazioni che abbiamo descritto ed analizzato nei precedenti capitoli, per poi passare ad una illustrazione più analitica dei processi che le hanno caratterizzate e delle *purpose*, in termini di risultati e posizione nel mercato dei pagamenti digitali, che il Gruppo Nexi si aspetta di ottenere dal percorso intrapreso.

Partendo dall'analisi storica delle società partecipanti alle fusioni, emerge che Nexi nasce nell'anno 2017 dalla concentrazione tra *ICBPI* e *CartaSi*, nell'anno seguente acquisisce il ramo di business connesso all'*acquiring* della società *Carige* e nel 2019 viene quotata in Borsa Italiana per poi procedere nell'anno successivo ad un'ulteriore acquisizione della linea di business sempre relativa all'*acquiring* di *Intesa SanPaolo*.

Nets, invece, nasce nel 2009, dalla *joint venture* tra due società operanti nel nord europea, una danese e una norvegese, nel 2014 viene acquisita da *Advent International*, *Bain Capital* e *ATP* sotto la cui proprietà viene trasformata in un fornitore di pagamenti nazionale efficiente in termini di costi e orientato al mercato espandendosi in maniera rapida verso i paesi del nord Europa sia organicamente che attraverso selezionate operazioni di *M&A*. Nel settembre 2016 la società viene quotata alla Borsa di Copenaghen e prosegue il suo processo di crescita divenendo uno dei fornitori centrali nell'ambito dei pagamenti nei paesi nordici. Nell'anno 2017 arriva l'acquisizione da parte del fondo *Hellman & Friedman* che garantisce un'ulteriore accelerazione in termini di investimenti significativi che conducono la società ad una rapida crescita del suo *core business*, in modo organico e attraverso fusioni ed acquisizioni a livello strategico che vedono il loro inizio con l'acquisto di *Concardis* nel 2018. Nel 2020 estende le proprie radici in aree di pagamento caratterizzate da un rapido incremento come Germania, Austria, Svizzera e Polonia. Il focus a livello commerciale si è concentrato sui servizi commerciali, strutturando una significativa esposizione e proposta di *e-commerce*, l'elaborazione dell'emissione e l'implementazione di servizi di *digital payments* all'avanguardia.

A completamento di tale analisi storico-temporale, vediamo che SIA, diversamente dalle altre società, è caratterizzata da una storia che vede le sue origini in tempi molto più remoti, infatti, la sua costituzione risale al 1977, anno in cui Banca d'Italia e un *pool* di banche italiane decidono di dargli vita con il nome di *Società Interbancaria per l'Automazione S.p.A.* Già nel lontano 1992 è attiva nell'ambito della monetica, specializzandosi nella gestione di servizi in tale settore, infatti, proprio in quell'anno mediante tale società vengono generati i primi progetti sulle carte di pagamento: *BANCOMAT* e *PagoBANCOMAT*, *FASTpay* ecc. Nel 1999 si rende protagonista della fusione con *Cedborsa*, il centro di competenza tecnologico di Borsa Italiana, che gli permette di contribuire all'automazione dei mercati finanziari, in particolare *MTS* e *Monte Titoli*. Negli anni seguenti è caratterizzata da diverse operazioni sul capitale che conducono all'acquisizione della proprietà per il 53% da parte del *Fondo Strategico Italiano (FSI)* (che successivamente cambierà denominazione in *CDP Equity Spa*) e per la restante parte da un *pool* di banche. Un anno importante per SIA è rappresentato dal 2016, in cui procede all'acquisizione dal Gruppo *Unicredit* delle attività di *processing* delle carte di pagamento e la gestione dei terminali POS e ATM in Italia, Germania e Austria. Nel 2019 *CDP Equity* e *FSIA Investimenti*, posseduta al 70% da *FSI Investimenti* e per il 30% da *Poste Italiane*, acquistano le quote azionarie di SIA detenute dal *FSI*, *HAT*, *Intesa SanPaolo* e *Unicredit*.

Una volta inquadrata la panoramica storica che parte dalle origini delle tre società coinvolte nelle operazioni fino ad arrivare all'anno 2020 (anno in cui prendono vita le fusioni), andiamo a concentrare il nostro focus sugli elementi principali del percorso intrapreso e sui risultati che il gruppo intende raggiungere attraverso il processo di trasformazione.

Nel luglio 2021 viene conclusa l'operazione tra Nexi e Nets, mentre la fusione tra Nexi e SIA viene portata a compimento nel 1° gennaio del 2022, queste due date rappresentano i momenti in cui le società uniscono le proprie forze al fine di creare quella che il Gruppo stesso definisce “*The European PayTech leader*”, una combinazione a livello strategico con lo scopo di garantire soluzioni di pagamento all'avanguardia a prova di futuro che si estendono lungo l'intero ecosistema dei pagamenti.

È chiaro quindi, per quanto detto fin ora, che la concentrazione tra Nexi, Nets e SIA si pone quale punto di svolta nello scenario che caratterizza l'Europa nell'ambito del *Paytech* attraverso la nascita di uno dei più grandi attori di mercato sul territorio europeo in termini di scala, clientela guadagnata, network di distribuzione commerciale e per gamma di prodotti e servizi offerti.

In sostanza, quindi, conseguentemente all'integrazione dei business delle sopracitate società, caratterizzati da una fortissima complementarità, il Gruppo nato da tali operazioni avrà la capacità di offrire un esteso portafoglio di servizi e prodotti *best in class* implementati internamente *in house* e di competere in misura maggiore nell'ambito della *digital innovation*, della tecnologia e dell'efficienza, elementi principali al fine di offrire supporto al sistema bancario nel suo complesso e a quello dei *digital payments* a livello nazionale ed internazionale come partner a livello strategico ed indipendente.

Il nuovo Gruppo, grazie all'integrazione delle rispettive competenze e partnership su cui le società partecipanti all'operazione possono vantare, sarà in grado di offrire servizi all'intero ecosistema dei *digital payments*, dalle

banche nazionali a quelle internazionali, dai piccoli commercianti alle grandi aziende fino alla Pubblica Amministrazione; tutte realtà che costituiscono da sempre il *core* strategico di Nexi, Nets e SIA e che potranno sfruttare a loro volta i benefici di tale operazione.

L'imponente concentrazione a livello strategico garantirà al gruppo nascente di:

- Dar vita alla maggiore piattaforma in Europa con la scala in grado di generare un profilo di leadership maggiore per quanto concerne i prodotti e l'efficienza, con circa 2,9 miliardi di euro di ricavi attesi e circa 1,5 miliardi di euro di *EBITDA* stimato su base *pro-forma* per l'anno 2020, compresi gli effetti sinergici a regime;
- Sfruttare il beneficio derivante dalle importanti potenzialità di crescita generate dalla posizione di leadership e dall'esposizioni sul territorio europeo in mercati nell'ambito dei pagamenti caratterizzati da grande attrattività (Italia, Germania/DACH e Polonia/CSEE, e Paesi nordici) con la possibilità di aggredire un mercato con un valore quattro volte superiore rispetto al territorio italiano: spesa dei consumatori pari a 4600 miliardi di euro e una penetrazione media dei *digital payments* pari al 33%;
- beneficiare della leva su un portafoglio completo di prodotti in grado di coprire interamente l'ecosistema dei pagamenti, con punti di forza nel comparto *acquiring* e nell'*e-commerce*, e la facoltà di fornire supporto agli esercenti a livello internazionale attraverso prodotti e servizi specifici per ogni settore in modo flessibile su paesi, canali, e metodi di pagamento;
- Generare una piattaforma tecnologica *best-of-breed* capace di far leva sull'aspetto complementare e sull'ampia scala, supportata da oltre 300 milioni di euro di investimenti all'anno in IT e *innovation* e oltre 3000 operatori specializzati in prodotto e tecnologia;
- Pervenire ad un maggiore profilo in termini di generazione dei profitti e di cassa su ampia scala, con resilienza del business supportata in maniera ulteriore dalla diversificazione sotto un profilo geografico, dall'esposizione all'*e-commerce* e dalla concentrazione della clientela ridotta in maniera significativa;
- Raggiungere una posizione unica al fine di beneficiare di ulteriori opportunità di crescita in futuro in maniera organica sul territorio europeo.

Una volta visto l'effetto combinato delle operazioni alla base del percorso intrapreso da Nexi per il raggiungimento dell'obiettivo che abbiamo evidenziato all'inizio del presente paragrafo andiamo a sintetizzare gli apporti che singolarmente dovrebbero garantire le operazioni in termini di sinergie e creazione di valore. Partendo dalla fusione tra Nexi e Nets ciò che ci si attende, secondo il management delle due società è sicuramente un'importante opportunità di creazione di valore attraverso circa 170 milioni di euro generati dagli effetti sinergici ricorrenti a livello annuo a regime, di cui:

- circa 95 milioni di euro legati a inferiori costi operativi che derivano dalla razionalizzazione dell'IT e dalle piattaforme tecnologiche, oltre alla creazione di centri di servizi di eccellenza condivisi e al *procurement* centralizzato;
- circa 60 milioni di euro in termini di sinergie di ricavo, di cui 40 milioni di euro a livello di EBITDA, per via delle vendite incrociate di prodotti e servizi digitali alle SME, e ad un'ulteriore migliore offerta commerciale su *e-commerce* e *omni-channel* per *merchants* nazionali, regionali e internazionali, all'incremento della penetrazione in *vertical* caratterizzati da forte attrattività e all'*upselling* ad un modello di servizio a maggior valore aggiunto per gli istituti bancari italiani e non;
- circa 35 milioni di euro di effetti sinergici in termini di *Capex* ricorrenti per via dello sviluppo di prodotti su ampia scala, della pianificazione condivisa degli investimenti e al consolidamento delle piattaforme della tecnologia *best-of-breed*;
- Più dell'80% dell'effetto sinergico in termini di *EBITDA* attese nel 2024; e
- costi di integrazione totali attesi pari a ~1x i complessivi effetti sinergici *cash* ricorrenti su base annua.

In relazione all'operazione di fusione tra Nexi e Nets l'Amministratore Delegato del gruppo Nexi, Paolo Bertoluzzo, ha dichiarato: *“Grazie all'operazione appena annunciata, che segue il recente accordo per la fusione con SIA, nasce la PayTech leader a livello europeo con scala e competenze uniche per servire al meglio tutti i clienti del nuovo Gruppo in Europa: dai cittadini agli esercenti, dalle banche partner alle aziende, dalla Pubblica Amministrazione alle istituzioni. Nexi avrà la possibilità di svilupparsi in un mercato quattro volte più grande di quello attuale e ancora sotto-penetrato e con tassi di crescita a doppia cifra. Il Nuovo Gruppo, con una presenza in oltre 25 paesi, potrà agire come motore del cambiamento digitale in Europa e contribuire in modo fondamentale alla transizione al cashless. Le persone di Nexi, insieme con i nostri azionisti di riferimento, sono al contempo fortemente motivate dalla visione del Nuovo Gruppo e fortemente impegnate nel perseguire questo nuovo importante passo in avanti nel nostro percorso di creazione di valore. Siamo felici di unire le nostre forze con un team di grande talento come quello di Nets, che sta portando avanti in maniera efficace la trasformazione del proprio gruppo. La combinazione di professionisti altamente qualificati e motivati da una grande passione come quelli del Nuovo Gruppo ha tutto il potenziale necessario per guidare il processo d'innovazione nel settore dei pagamenti in Europa negli anni a venire.”*

Per quanto concerne, invece, l'apporto che l'operazione tra Nexi e SIA dovrebbe fornire al più ampio progetto del Gruppo Nexi sopradescritto, vediamo che il quest'ultimo oltre a poter sfruttare il beneficio della combinazione di competenze e partnership di SIA, rappresenterà in misura sempre maggiore un partner a livello tecnologico di riferimento per l'intero mondo bancario e finanziario mediante le partnership con i più importanti player di sistema, come *Bancomat S.p.A.* e *CBI S.c.p.a.*, e inoltre Borsa Italiana, per la quale, come abbiamo visto in precedenza nell'analisi storica della società *target*, fornisce ad *MTS* e *Monte Titoli* servizi nell'ambito del *trading* e *post-trading*.

Il Gruppo risultante dalle operazioni, grazie anche al contributo di SIA, rappresenterà il maggiore *player* nell'area continentale dell'Europa per numero di *merchants*, numero di carte e per numero di transazioni *acquiring* e per numero di transazioni di pagamento *cross-border*, con circa 2 milioni di *merchants* e con circa 120 milioni di carte e un numero complessivo di transazioni annua processate paria circa 21 miliardi.

Tale eccellenza che nascerà a livello internazionale, generata dalla concentrazione di due società che già potevano contare su una collaborazione ultradecennale, porterà a 5,5 mila collaboratori in più nel Gruppo in 15 Paesi.

Prendendo in considerazione la posizione a livello competitivo e la diversificazione in termini geografici, i rispettivi azionisti di riferimento hanno dichiarato, inoltre, la propria volontà ad offrire supporto all'ulteriore espansione all'estero del Gruppo Nexi al termine dell'operazione, con lo scopo di consolidare il ruolo di leadership nel mercato dei *digital payments* in Europa caratterizzato da un significativo consolidamento.

La concertazione a livello strategico tra Nexi e SIA permetterà inoltre di pervenire a significativi effetti sinergici a livello industriale e finanziario, all'inizio quantificabili in circa 150 milioni di euro ricorrenti su base annua a regime, di cui circa 100 milioni di euro legati ai minori costi operativi, circa 35 milioni di euro di maggiore margine operativo in virtù di sinergie di ricavo di circa 50 milioni di euro e circa 15 milioni di euro a livello di efficientamento delle *Capex*, oltre ad un risparmio *one-off* di *capex* pari a ulteriori 65 milioni di euro.

Considerando gli effetti sinergici che ci si attende, il Gruppo Nexi potrà contare su benefici di ricavi complessivi su base *pro-forma* al 31 dicembre 2019 pari a 1,8 miliardi di euro, di un *EBITDA* aggregato su base *pro-forma* pari a 1 miliardo di euro e di un *cash flow* operativo pari a 0,8 miliardi di euro.

Sempre il CEO del gruppo Nexi, Paolo Bertoluzzo, riguardo a tale operazione ha dichiarato: *“Questa operazione darà vita a una grande PayTech italiana leader in Europa, una grande eccellenza tecnologica e digitale con scala e competenze che le consentiranno di giocare un ruolo sempre più da protagonista in Italia e a livello internazionale in un mercato, come quello europeo, in forte consolidamento. La nuova PayTech, grazie al suo ruolo indipendente e all'ingresso di CDP nell'azionariato come anchor investor, potrà proseguire nel suo percorso di crescita come grande public company italiana e contribuire in maniera ancor più determinante, insieme alle sue Banche partner, all'accelerazione della diffusione dei Pagamenti Digitali in Italia e alla digitalizzazione e modernizzazione del nostro Paese, a beneficio di cittadini, imprese e Pubblica Amministrazione. La combinazione di due team straordinari come quelli di Nexi e SIA, che vantano le migliori risorse e competenze nel campo della tecnologia e dell'innovazione digitale in questo settore a livello internazionale, rappresenta un punto di forza per lo sviluppo di soluzioni sempre più avanzate a beneficio di tutte le Banche partner e di tutti gli altri clienti. Credo che questa iniziativa debba essere motivo di orgoglio per le persone di Nexi e di SIA e che rappresenti una grande opportunità per tutti.”*

Un aspetto di grande rilevanza nell'ambito delle operazioni alla base del percorso di trasformazione di Nexi è rappresentato dal piano di integrazione e generazione delle sinergie che il management delle società partecipanti all'operazione hanno pensato di implementare data la contestualità che le caratterizza. Tale piano

pone la propria attenzione gradualmente sia su Nets che su SIA, tenendo in considerazione il fatto della presenza limitata di aree di sovrapposizione tra le iniziative connesse alla fusione tra Nexi e Nets e quelle connesse alla fusione tra Nexi e SIA. Gli effetti sinergici attesi in relazione all'operazione tra Nexi e SIA deriveranno in misura principale negli ambiti *issuing* e *digital banking/corporate solutions* per quanto concerne i ricavi, mentre gli effetti sinergici di costo deriveranno in maniera integrale dalle attività sul territorio italiano.

Inizialmente, il management di Nets sarà focalizzato in misura principale nella realizzazione del piano *stand-alone* caratterizzato da forti potenzialità di crescita, mentre la concentrazione tra Nexi e SIA partirà già nel 2021 con focalizzazione integrale sul territorio italiano. In seguito, nel 2022 si procederà ad avviare l'integrazione tra Nexi e Nets, con lo scopo di lungo periodo di generare una piattaforma unica a livello europeo.

Contemporaneamente, sin da subito si avvierà un set specifico di iniziative a livello congiunto, al fine di garantire che il processo di generazione degli effetti sinergici e la creazione di valore ad essi connessi possa cominciare nell'immediato a partire dal momento dell'efficacia delle fusioni. Tali iniziative porranno la loro attenzione sulla definizione di un'offerta unica nell'ambito Europeo del *e-commerce* e del *multichannel*, un'offerta unica di prodotti e servizi *next-generation* per i clienti SME, un piano unico tecnologico integrato, una pianificazione congiunta di spese e investimenti delle attività di *purchasing*.

Alla guida di tale percorso di trasformazione chiaro, focalizzato e graduale ci sarà un management team di grande esperienza. Allo stesso tempo, l'estensione e la profondità della disponibilità di *seniority* e di talento internamente alle società coinvolte assicurerà un'attenzione totale e continua sulla crescita e sullo sviluppo delle attività di gestione ordinaria di ciascun business mentre il processo di trasformazione sarà in corso.

5.2 La reazione dei mercati rispetto alle operazioni di fusione e analisi dei recenti risultati

La descrizione delle operazioni di fusione per incorporazione che vede coinvolti il gruppo Nexi e le due società Nets e SIA, ci consentono, nell'ambito del presente paragrafo, di poter condurre una breve analisi su quella che è stata la reazioni dei mercati, compresi quelli finanziari, alle suddette operazioni, in modo da poter valutare se le previsioni e gli obiettivi che i management delle rispettive società avevano individuato, stanno cominciando a prendere forma o meno, tenendo presente che il *closing* delle operazioni è avvenuto in tempi estremamente recenti e che le sopracitate previsioni sono caratterizzati da una visione a lungo termine.

Un aspetto principale relativamente alle reazioni dei mercati che merita di essere evidenziato nell'analisi che stiamo effettuando è senza dubbio rappresentato dal fatto che in merito all'operazione di fusione tra Nexi e SIA, a settembre dell'anno 2021, quasi un anno dopo la sottoscrizione del *memorandum of understanding* da parte delle due società, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) decise di avviare un procedimento istruttorio al fine di effettuare una valutazione dell'operazione di concentrazione tra queste ultime in virtù del coinvolgimento di diversi player, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, e dell'influenza di molteplici aspetti del settore del *digital payments*, in particolar modo quello dei servizi

merchant acquiring, di *processing*, di emissione delle carte di pagamento, di compensazione al dettaglio dei pagamenti, di trasmissione dei dati interbancari e dei servizi per la fornitura e la manutenzione degli ATM. Alla base di tale decisione da parte dell'AGCM c'era l'ipotesi che l'operazione avrebbe potuto generare o rafforzare una posizione dominante a vantaggio del gruppo che sarebbe nato dalla fusione attraverso effetti di natura orizzontale, oltre che di tipo verticale e conglomerale.

L'AGCM, a circa un mese dall'avvio dell'istruttoria, dopo aver svolto un'approfondita analisi nel corso del procedimento, ha appurato che nove mercati su undici oggetto di istruttoria, compresi quelli del *merchant acquiring* e dell'*issuing*, avevano rilevato “un adeguato grado di competitività” o che in ogni caso “non sussistano i presupposti per considerare la presenza di una delle parti rilevanti”, dando così il via libera alla fusione tra Nexi e SIA. La risposta dell'AGCM è fondata, in sostanza, sul dato di fatto che nella maggior parte dei mercati valutati è stata riconosciuta un'estensione sovranazionale e, inoltre, che lo scenario europeo del settore *Paytech* è caratterizzato da un significativo processo di consolidamento. Per quanto concerne invece la restante parte dei mercati del *processing* a livello nazionale, ad esempio delle carte del circuito *PagoBancomat* e del *clearing non-Sepa*, l'AGCM ha individuato specifici interventi a rimedio.

Per quanto concerne la posizione del Gruppo nascente dalle operazioni di fusione, abbiamo visto come l'obiettivo principale di Nexi sia quello di sfruttare gli effetti sinergici derivante dall'integrazione delle attività di Nets e di SIA al fine di diventare il player numero uno in termini di risultati in Europa.

Secondo i dati del 2021 lo scenario a livello europeo, come abbiamo già analiticamente anticipato all'inizio dell'elaborato, vede, in termini di ricavi, al primo posto la francese *Worldline* con 4,8 miliardi di euro su base *pro-forma*, forte dell'acquisizione effettuata nel 2020 con la connazionale *Igenico*, seguita dalle *business division* in Europa di *MasterCard* con ricavi pari a 4,4 miliardi di euro e *Visa* con 3,1 miliardi, Nexi, invece, attualmente occupa la quarta posizione con circa 2,9 miliardi di ricavi su base *pro-forma*.

Fermo restando quanto detto finora, però, le analisi pubblicate dal gruppo Nexi in relazione al suo progetto di trasformazione indicavano dati previsionali riguardo i risultati in termini di *EBITDA* che evidenziavano già nel 2020 delle performance superiori rispetto alle società sopra elencate e che le sinergie generate dalle fusioni con Nets e SIA avrebbero portato ad un rafforzamento ulteriore di tali performance.

Volendo fare un'analisi ancora più dettagliata dei risultati ottenuti negli ultimi anni da Nexi vediamo che nel 2020 ha chiuso con ricavi per 1,04 miliardi di euro rispetto agli 1,07 miliardi registrati nel 2019, un margine operativo lordo incrementato del 2,5% pari a circa 601,4 milioni di euro ed un utile netto pari a 245,8 milioni di euro. Nell'anno successivo ha chiuso i primi nove mesi con ricavi per 1,64 miliardi di euro, registrando un aumento del 9,6% rispetto agli 1,49 miliardi registrati nei primi trimestri 2020, un margine operativo lordo di 762,9 milioni ottenendo una crescita del 12,3% rispetto ai 679,1 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente.

Alla fine del 2021 e all'inizio del 2022, il gruppo continua a reggere le oscillazioni, evidenziando una crescita anche a febbraio 2022, nonostante la crisi scatenata dalla guerra tra Russia e Ucraina.

Il gruppo, inoltre, ha diffuso i risultati trimestrali che indicano i seguenti risultati:

- un *EBITDA* in accelerazione a 30,75 milioni di euro nel primo trimestre con un incremento del 17,4% e un *EBITDA* margin in crescita al 43%;
- Volume dei ricavi pari a 712,6 milioni di euro nel primo trimestre con un incremento del 7,1% nonostante un allentamento ritardato delle misure restrittive sul territorio italiano in relazione al Covid-19 al netto dei progetti straordinari connessi al consolidamento bancario;
- Accelerazioni dei volumi in tutte le aree geografiche coperte dovuta alla rapida ripresa dei consumi ad alto impatto;
- Il processo integrativo ai fini della creazione della *Paytech* leader sul territorio europeo prosegue secondo i piani con circa 100 milioni di sinergie *cash* confermate per il 2022
- Prosecuzione del rafforzamento del portafoglio di business con l'acquisizione di *Orderbird*, società avente sede in Germania, player leader nella fornitura di soluzioni software integrate per il settore dell'ospitalità;
- Conferma delle ambizioni del 2022 che prevedevano un incremento dei ricavi tra il 7% e il 9% e un incremento dell'*EBITDA* tra il 13% e il 16%.

Tali dati, in sostanza, evidenziano una forte accelerazione del gruppo nascente in termini di risultati finanziari e di volumi. In particolare, sul territorio italiano i volumi connessi alle transazioni *acquiring* hanno ottenuto un incremento a doppia cifra paragonati a quelli dell'anno scorso, registrando una crescita del 38% nel mese di aprile, dovuta ad una forte ripresa dei consumi ad alto impatto (+162%). Nel contesto dei paesi nordici e nella regione del *DACH*, i volumi connessi alle transazioni *acquiring* nel primo trimestre dell'anno in corso hanno evidenziato, anch'essi, un incremento a doppia cifra rispetto all'anno scorso, in forte crescita in ambedue le aree geografiche (rispettivamente del +29% e del +53%), dovuta anche in questo caso ai consumi ad alto impatto.

I volumi *acquiring* connessi al settore *travel* hanno evidenziato una ripresa significativa nel primo trimestre del 2022 tornando a circa il 75% dei volumi pre-pandemia del gruppo.

Nel primo trimestre del 2022 i ricavi registrati sono stati pari a 712,6 milioni di euro, incrementandosi del 7,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, nonostante il complesso confronto nel territorio italiano per via di progetti di ordine straordinario legati al consolidamento bancario manifestatosi nel primo trimestre del 2021 e del processo di riapertura più lento nel primo trimestre del 2022 rispetto alle altre geografie. L'*EBITDA* si è attestato a 307,5 milioni di euro, in crescita del 17,4% rispetto al primo trimestre del 2021, e l'*EBITDA Margin* è arrivato al 43%, incrementandosi di circa 4 punti percentuali rispetto al medesimo periodo dell'anno scorso.

Secondo un'analisi condotta da *Mediobanca* il contesto macroeconomico in sofferenza che porta a dei timori riguardo i consumi, e di conseguenza per quanto attiene ai pagamenti, dovrebbe essere compensato dagli elementi strutturali di cui Nexi può beneficiare: la tendenza nel lungo periodo della digitalizzazione dei servizi

di pagamento nel territorio italiano, la diminuzione delle restrizioni con il conseguente ritorno ai normali volumi dei consumi e gli effetti sinergici generati dall'integrazione con SIA.

Per quanto riguarda i mercati finanziari si rileva che il titolo pur risentendo delle diverse crisi che hanno caratterizzato gli ultimi anni mantiene il prezzo target. Il target price individuato si attesta in un intervallo tra i 18,00 euro e i 26,00 euro e la maggior parte degli analisti consigliano di comprare e accumulare le azioni date le favorevoli prospettive.

5.4 Considerazioni finali

In base a quanto abbiamo analizzato, possiamo dire di aver individuato i fattori maggiormente significativi che hanno caratterizzato le operazioni oggetto della presente tesi sia sotto un profilo teorico sia sotto un profilo pratico.

Quanto illustrato all'interno dell'elaborato ci ha permesso di comprendere fino in fondo quali sono stati gli elementi chiave delle fusioni che il gruppo Nexi ha concretizzato, ponendole alla base del più ampio progetto di trasformazione messo in atto con l'obiettivo strategico di diventare il *player leader* in uno dei mercati caratterizzati da maggiore potenzialità di crescita, trainata dall'ancora più ampio processo di digitalizzazione che sta influenzando tutti i settori nell'ultimo decennio.

Il gruppo Nexi grazie alla visione a lungo termine del proprio management è riuscito senza dubbio, attraverso la sua crescita organica e mediante le diverse operazioni straordinarie rappresentate da fusioni ed acquisizioni, tra le quali sono comprese anche quelle con Nets e SIA, a competere con le più grandi realtà a livello europeo diventando un fiore all'occhiello di origine italiana nello scenario mondiale.

Abbiamo anche analizzato quella che potrebbe essere la funzione sotto un punto di vista sociale che le fusioni oggetto di analisi potrebbero avere nel contesto nazionale, costituendo il Gruppo Nexi un'ottima opportunità per la Pubblica Amministrazione al fine di accelerare il processo di digitalizzazione anche in Italia, che, come abbiamo visto, presenta nell'ambito dei pagamenti digitali, seppur in crescita, comunque un utilizzo di tali strumenti ancora molto basso rispetto alla media delle altre aree geografiche europee.

In attesa di quelli che saranno i risultati concreti del nuovo Gruppo generato da tali operazioni, dall'analisi effettuata è emerso che tutte le previsioni, comprese le recenti performance a disposizione, portano a pensare che l'obiettivo prefissato da Nexi potrebbe essere raggiunto a tutti gli effetti e magari dopo questo, in un mercato caratterizzato da un così elevato grado di consolidamento, potrebbe pensare di competere addirittura con i maggiori player a livello mondiale.

Per adesso Nexi "ci ha messo la faccia" con risultati difficilmente raggiungibili per una società di origine italiana, terreno di gioco in cui i mercati finanziari non godono di performance che possono trovare corrispondenza con quelle delle altre realtà economiche a livello europeo e mondiale.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Savioli Giuseppe, *Le operazioni di gestione straordinaria*. 5. ed. Giuffrè Francis Lefebvre, 2020.
- Guatri, Bini, *La valutazione delle aziende*. Egea, 2007.
- Corbella Silvano, Giovanni Liberatore, Riccardo Tiscini, *Manuale di valutazione d'azienda*. Mc Graw Hill, 2020.
- Nexi, *Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione transfrontaliera relativo alla fusione per incorporazione di Nets Topco 2 S.à r.l. in Nexi S.p.A.*, <<https://www.nexi.it/content/dam/nexi/download/investor-relations/assemblee-azionisti/20210303/04-Relaz-illustrativa-CdA-Nexi-prog-fusione.pdf>>.
- Nexi, *Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.a. in Nexi S.p.A.*, <<https://www.nexi.it/content/dam/nexi/download/ir/assemblee-azionisti/20210621/2021-06-21-SITA-Relazione-illustrativa-del-CdA-di-SIA-SpA.pdf>>.
- Nexi, *Nexi e SIA, accordo per la creazione della PayTech leader nei pagamenti digitali in Europa*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2020/2020-10-05-Comunicato-Stampa-Nexi-SIA.pdf>>. (05/10/2020).
- Nexi, *Approvati i risultati finanziari consolidati al 31 marzo 2020*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2020/2020-05-12-risultati-Finanziari-1Q20.pdf>>. (12/05/2020).
- Nexi, *Nexi, trattative in esclusiva per fusione con Nets*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2020/2020-11-02-CS-Trattative-in-esclusiva-per-fusione-con-Nets.pdf>>. (02/11/2020).
- Nexi, *Creazione della PayTech leader in Europa: Combinazione strategica europea tra Nexi e Nets*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2020/2020-11-15-Nexi-Nets-Comunicato-Stampa.pdf>>. (15/11/2020).
- Nexi, *Via libera dalla commissione europea alla fusione Nexi – Nets*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-03-09-Nexi-Nets-Approvazione-CE.pdf>>. (09/03/2021).
- Nexi, *Nexi e Nets, firmato atto di fusione tra i due Gruppi Continua il percorso per la creazione della PayTech leader in Europa*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-06-16-CS-Closing-Nexi-Nets-ITA.pdf>>. (16/06/2021).
- Nexi, *Approvata dall'assemblea straordinaria degli azionisti la fusione di SIA in Nexi*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-06-21-CS-PR->

[Approvata%20dall%E2%80%99assemblea%20straordinaria%20degli%20azionisti%20la%20fusione%20di%20SIA%20in%20Nexi-IT.pdf](#)> (21/06/2021).

- Nexi, *Efficacia della fusione per incorporazione di Nets Topco 2 S.à r.l. in Nexi*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-07-01-Efficacia-della-fusione-Nexi-Nets.pdf>>. (01/07/2021).
- Nexi, *Determinazione dei Proventi Effettivi Centurion*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-07-10-CS-PR-Determinazione-dei-proventi-effettivi-Centurion-Determination-of-the-Actual-Centurion-Proceeds.pdf>>. (10/07/2021).
- Nexi, *Emissione delle Azioni Earn-out Centurion*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-07-12-Emissione-delle-Azioni-Earn-out-Centurion-Aggiornamento-dello-statuto-e-della-composizione-del-capitale-sociale.pdf>>. (12/07/2021).
- Nexi, *Nexi - SIA, ottenuta l'autorizzazione alla fusione dall'AGCM*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-10-14-cs-nexi-sia.pdf>>. (14/10/2021).
- Nexi, *Nexi e SIA, firmato atto di fusione tra i due Gruppi*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2021/2021-12-16-cs-Nexi-Sia-firmato-atto-di-fusione.pdf>>. (16/12/2021).
- Nexi, *Efficacia della fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2022/2022-01-01-cs-efficacia-della-fusione-sia-nexi.pdf>>. (01/01/2022).
- Nexi, *Azioni Nexi assegnate agli azionisti di SIA*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2022/2022-01-07-cs-azioni-nexi-assegnate-azionisti-sia.pdf>>. (07/01/2022).
- Nexi, *Approvati i risultati finanziari di gruppo al 31 marzo 2022*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/financial-press-releases/2022/2022-05-12-cs-risultati-finanziari-1q22.pdf>>. (12/05/2022).
- Nexi, *Nota informativa sugli strumenti finanziari Nexi S.p.A.*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/prospectus/nexi-nets-merger/Nexi-Nota-Informativa.pdf>>. (30/06/2021).
- Nexi, *Documento di registrazione relativo a Nexi S.p.A.*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/prospectus/nexi-nets-merger/Nexi-Documento-di-Registrazione.pdf>>. (30/06/2021).

- Nexi, *Creating The European PayTech Leader: Strategic Combination Between Nexi and Nets*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/m-a/2020-11-16/202011-Nexi-Nets-Investors-Presentation.pdf>>. (16/11/2020).
- Nexi, *Creating a Fully Integrated European PayTech Leader: Strategic Combination Between Nexi and SIA*, <https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/m-a/2020-10-05/Nexi_SIA_Presentation_051020.pdf>. (05/10/2020).
- Nexi, *Documento di registrazione relativo a Nexi S.p.A.*, <<https://www.nexigroup.com/content/dam/corp/downloads/investors/m-a/2020-10-05/2021-12-22-IT-Nexi-documento-registrazione.pdf>>. (22/12/2020).
- Nets, *Nets Topco 2 S.à r.l.: Annual Report 2020*, <https://www.nets.eu/about-nets/bondholders/Documents/Nets_Topco_Annual_Report_2020.pdf>.
- SIA, *Relazione sulla Gestione e Bilanci al 31.12.2020*, <https://www.sia.eu/sites/default/files/uploaded/sia_relazione_sulla_gestione_e_bilanci_al_31_12_2020.pdf>.
- SIA, *Relazione sulla Gestione e Bilanci al 31.12.2018*, <https://www.sia.eu/sites/default/files/uploaded/sia_bilanci_2018.pdf>.
- PwC, *Pagamenti digitali in Italia: evoluzione o rivoluzione?*, <<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/pwc-pagamenti-digitali-evoluzione-banking.pdf>>.
- Investing, <<https://it.investing.com/>>.
- Damodaran, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm>.
- Refinitiv, <<https://www.refinitiv.com>>.
- Aida, <<https://aida.bvdinfo.com>>.
- Soldavini Pierangelo, *Pagamenti digitali «con la faccia», perché Nexi vuole rilevare la danese Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 3 novembre 2020.
- Festa Carlo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 2 novembre 2020.
- Fontana Andrea, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 3 novembre 2020.
- Festa Carlo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 4 ottobre 2020.
- Micheli Eleonora, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 23 dicembre 2021.
- Festa Carlo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 28 gennaio 2020.
- Festa Carlo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Net*, <<Il Sole 24 Ore>>, 20 dicembre 2019.

- Paronetto Paolo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 15 settembre 2020.
- Soldavini Pierangelo, *Nexi, trattativa in esclusiva per la fusione con Nets*, <<Il Sole 24 Ore>>, 6 ottobre 2020.
- Condina Cheo, *Acquisti su Nexi, si torna a puntare a fusione con Sia*, <<Il Sole 24 Ore>>, 14 aprile 2020.

RIASSUNTO

La parola *Fintech* nasce dal connubio di due termini di origine anglosassone: *Financial e Technology*.

Nel gergo economico il termine *Fintech* viene utilizzato in riferimento all'evoluzione degli strumenti finanziari dovuta all'avanzamento tecnologico.

Si tratta di un fenomeno che ha interessato la maggior parte dei *financial services* (servizi di finanziamento, di investimento, di pagamento, di consulenza) e ha generato un cambiamento di enorme risonanza in tutto il settore economico-finanziario caratterizzato al giorno d'oggi da una dinamicità spinta dall'esponenziale velocità dell'evoluzione tecnologica.

Con l'avvento di Internet nel XXI secolo si era già registrata una primordiale percezione di un sensibile mutamento dei mercati finanziari, infatti, alcuni economisti definiscono tale periodo come l'epoca del *Prefintech*.

La crisi che colpì l'economia mondiale nel 2008 rappresenta l'evento che ha segnato l'inizio del vero e proprio cambiamento che ha interessato il settore finanziario consentendo la nascita delle prime startup *Fintech* che in quel contesto riuscirono a farsi strada e a posizionarsi progressivamente come leader di settore.

Il mercato dei servizi *Fintech* al 2021, in base alle ultime analisi, registrava un fatturato totale di circa 140 miliardi di dollari ed una raccolta di investimenti pari a circa 120 miliardi, numeri che denotano una forte espansione trainata soprattutto dai segmenti del *Digital Payments* e del *Personal Finance*, le cui stime portano ad attendere una crescita del 14% tra il 2020 e il 2025.

Un importante aspetto su cui porre l'attenzione in riferimento al mondo *Fintech* e alle aziende che vi operano è costituito dagli ostacoli all'ingresso dei mercati finanziari.

Stabilità finanziaria, tutela del risparmiatore, vigilanza prudenziale, sono solo alcuni dei principi su cui si basa il mondo dei mercati finanziari, terreno di gioco delle aziende *Fintech*. Tali fattori demarcano un ambiente fitto di complessità all'ingresso di cui i *player* del settore devono necessariamente tener conto per poter penetrare il mercato.

L'analisi del settore *Fintech* appena effettuata è di fondamentale importanza al fine di comprendere quanto il fenomeno abbia impattato sui mercati economico-finanziari e per poter avere un'idea chiara del contesto in cui operano le società protagoniste delle operazioni straordinarie oggetto di analisi.

Nell'ambito del fenomeno appena illustrato, il mercato dei pagamenti negli ultimi anni si è rivelato essere di centrale importanza nel profondo mutamento generato dalle nuove possibilità messe a disposizione dalla tecnologia di ultima generazione (*Distributed Ledger Technology, Artificial Intelligence, Open API*) in grado di abilitare servizi innovativi e facilitare la collaborazione tra le società operanti nel settore.

Con il termine *Paytech* si fa riferimento alle aziende attive nel mercato dei pagamenti digitali.

Secondo uno studio condotto da Mediobanca, le aziende *Paytech* che registrano ricavi superiori al miliardo risultano essere 25 a livello mondiale, con numeri particolarmente rilevanti a dimostrazione dell'obiettivo della maggior parte dei Paesi evoluti e protagonisti dello scenario economico-finanziario odierno della cosiddetta *cashless society*.

Il mercato in questione è senza dubbio destinato a crescere, infatti, stando alle ultime analisi, nonostante la flessione dovuta alla pandemia che ha messo in crisi l'intera economia mondiale nel 2020, il giro d'affari ammonta a circa 110 miliardi di dollari.

Open banking, fattori macroeconomici in continuo mutamento e digitalizzazione dell'economia sono gli elementi principali che hanno portato al radicale cambiamento dello scenario globale dei pagamenti facendo sorgere la necessità da parte dei colossi bancari di dover competere con *BigTech*, *Challenger Bank* e nuove piattaforme tecnologiche.

Osservando il mercato è possibile individuare tre *driver* principali che influenzano i pagamenti digitali: fattore macroeconomico, accesso e diffusione delle infrastrutture di mercato, propensione all'utilizzo e all'accettazione dei pagamenti digitali. Tali elementi insieme alle iniziative dello Stato e dei *Regulator* condizionano gli andamenti relativi a tale contesto.

Una ricerca condotta dalla società PwC ha evidenziato come l'analisi dei *driver* sopraindicati consenta di spiegare l'andamento in crescita del mercato *Paytech* in Italia, territorio in cui la società Nexi è leader di settore.

Dei 25 leader di settore a livello mondiale le prime 5 per fatturato sono americane, mentre in Europa a guidare la classifica c'è la francese Worldline con un fatturato pari a circa 4,8 miliardi su base *pro-forma*.

Nexi si trova in questo momento in quarta posizione sul territorio europeo ma il consolidamento delle operazioni di fusione con Nets e con SIA, come vedremo meglio successivamente, punta proprio a scalare la graduatoria e posizionarsi al primo posto nei prossimi anni.

Il Gruppo Nexi, grazie alle *partnership* con 150 istituti bancari, gestisce transazioni legate a circa 43 milioni di carte di pagamento riferibili a circa 30 milioni di titolari e 900.000 esercenti.

L'insieme di tecnologie a disposizione del Gruppo permette la connessione tra banche, esercenti, aziende e consumatori, in modo da consentire l'esecuzione e la ricezione di pagamenti digitali.

La crescita di Nexi è dovuta sia ad uno sviluppo di tipo organico, sia alla concretizzazione di acquisizioni che hanno generato sinergie nel tempo.

Volendo analizzare il periodo che va prima dell'inizio delle operazioni con Nets e SIA, emerge che alla chiusura dell'esercizio dell'anno 2020, Nexi ha gestito complessivamente un ammontare di transazioni relative a circa 43 milioni di carte di pagamento e tenendo conto dell'intera catena di valore lato *acquiring* e lato *issuing* le transazioni gestite arrivano ad essere circa 5,7 miliardi per un valore complessivo pari a circa 417 miliardi di Euro (196 miliardi in relazione alla catena di valore lato *issuing* e 222 miliardi in relazione alla catena di valore lato *acquiring*).

Le attività di Nexi vengono svolte principalmente attraverso tre *business line*: *Merchant Services & Solutions*; *Cards & Digital Payments*; e *Digital Banking Solutions*.

I clienti su cui il Gruppo può contare provengono dai rapporti esistenti con le banche partner, tra cui sono comprese Intesa Sanpaolo e BMPS che fino al 2020 si sono rivelati due dei più grandi gruppi bancari sul

territorio italiano. Le banche partner di Nexi ricoprono, in relazione ad una moltitudine di servizi, più dell'80% del settore bancario in Italia per numero di filiali.

Nexi ha basato il suo business sull'idea che le banche partner, per via della loro dimensione, siano portate ad esternalizzare le proprie attività, in modo da generare un risparmio di costi relativo alle attività di produzione, processo e controllo.

Per capire l'importanza delle relazioni con le banche partner per il gruppo Nexi basta analizzare il peso delle prime 5 e delle prime 10 banche clienti della società sull'intero ammontare dei ricavi generati da quest'ultima, infatti, parliamo rispettivamente del 39,7% e del 50,7%, numeri che permettono di comprendere che più del 90% dei ricavi generati dal Gruppo è frutto delle relazioni con le istituzioni bancarie.

Per quanto concerne l'aspetto dei fornitori Nexi si serve di diverse società terze per l'erogazione di prodotti e servizi legati alla gestione delle proprie attività.

Nexi ha dichiarato che i fornitori più importanti sono:

- *equensWorldline* e *SIA*;
- *Thales* e *Idemia*;
- *Poynt*;
- *Igienico Italia* e *Verifone Italia*.

I servizi di pagamento offerti da Nexi sono indirizzati a tre diverse tipologie di clienti finali: esercenti, privati e aziende.

Nexi, nell'ambito del comparto dei pagamenti è in prevalenza responsabile di:

- implementare servizi di pagamento volti a soddisfare determinate esigenze della clientela finale individuando nuove esigenze e progettando le soluzioni migliori per il loro soddisfacimento anche attraverso le relazioni con i circuiti di pagamento internazionali;
- gestire le operazioni necessarie al fine di garantire l'offerta dei servizi progettati, monitorando l'assistenza tecnica alla clientela finale e la gestione di frodi e *claims* legati alle specifiche operazioni di pagamento.

Il modello di business adottato dal Gruppo incorpora servizi tecnologici di base, erogati dalle piattaforme tecnologiche, all'interno di prodotti e servizi completi anche di *operations*, progettati per rispondere alle necessità della clientela finale e venduti in prevalenza mediante la rete di banche partner.

Il gruppo Nets, che ha stabilito la propria sede principale in Danimarca, oltre ad essere uno dei maggiori *player* sia nel territorio dei Paesi Scandinavi, che rappresenta una delle aree geografiche con il maggior tasso di digitalizzazione a livello globale, sia in altri contesti caratterizzati da un mercato in elevata crescita, costituisce senza dubbio uno dei principali gruppi societari in Europa attivo nel comparto dei *digital payments*.

Lo sviluppo del gruppo negli ultimi tre anni si fonda su una serie di investimenti che hanno portato ad un positivo mutamento societario sia in modo organico che mediante operazioni di *M&A*.

Analizzando i numeri che il gruppo Nets è riuscito a generare nell'anno precedente l'avvio dell'operazione di fusione con Nexi, emerge che nel 2020 la società ha registrato ricavi su base *pro-forma* per 1.019 miliardi, con un *EBITDA pro-forma* pari a 367,7 milioni, grazie soprattutto alle operazioni di cessione delle attività *account-to account* e alle recenti acquisizioni effettuate nell'area polacca, dimostrando performance che hanno resistito anche alla crisi scatenata dalla pandemia da COVID-19 nell'anno 2020.

Il gruppo Nets svolge le proprietà attività mediante due *business line*: *Merchant Services* e *Issuer & eSecurity*. Durante l'esercizio del 2020 le due divisioni (c.d. *Revenue Generating Unit* o anche "RGU") hanno permesso al gruppo di generare transazioni legate ad oltre 740.000 esercenti e con più di 250 istituti finanziari, inoltre, hanno garantito la gestione di transazioni legate ad oltre 40 milioni di carte di pagamento, con un volume del transato che si aggira a circa 125 miliardi di euro annui lungo l'intera catena del valore lato *acquiring*.

Ciò che più di tutto ha consentito al gruppo Nets di accedere a mercati in rapida crescita e significativamente attrattivi sono state la fusione con *Concardis* e le numerose operazioni straordinarie effettuate nella regione c.d. *DACH* comprendente i paesi con le più solide economie sul territorio europeo (Germania, Austria e Svizzera) e nella regione c.d. *CEE/SEE* che comprende i paesi dell'Europa Centro Orientale e Sud Orientale caratterizzati da una elevatissima crescita. Questi interventi, inoltre, hanno condotto il gruppo ad operare su scala industriale, garantendo altri investimenti in innovazione e ottimizzazione dei servizi già erogati ai clienti, oltre che all'ampliamento della forza vendita che risulta essere tra le più grandi nell'area geografica europea. Il gruppo Nets, nell'ambito del mercato dei pagamenti, si propone alla propria clientela come potenziale fornitore unico in relazione ad un'offerta di servizi integrata e, pertanto, mantiene aperto il dialogo con i propri clienti al fine di migliorare le relazioni con gli stessi e rimanere aggiornato sulle specifiche necessità in materia di pagamenti. Queste robuste relazioni con la propria clientela garantiscono alla società di individuare anticipatamente le possibilità di sviluppo e generare nuove soluzioni attrattive da immettere sul mercato, comprese quelle personalizzate per ogni cliente, sfruttando l'esperienza consolidata.

L'ampia rete di distribuzione a disposizione della società nei Paesi Nordici, tramite cui vengono sviluppati nuovi servizi e soluzioni integrate, è costituita, oltre che dalla forza vendita interna che conta più di 200 dipendenti a tempo pieno, dalla partnership di tipo strategico con istituti bancari, istituti finanziari, fornitori in ambito tecnologico e di altre soluzioni, i quali vantano, a loro volta, forti relazioni con aziende e *merchants*.

La descrizione del modello di business del gruppo Nets, insieme a quella delle principali attività svolte e a quella dei clienti e dei fornitori, ci permette di comprendere quanto tale società sia performante nel settore dei pagamenti digitali e, di conseguenza, ci consente di mettere a fuoco l'interesse del Gruppo Nexi nel voler concretizzare l'operazione di fusione.

SIA controlla uno dei primi gruppi a livello europeo che si occupa di progettare, realizzare e gestire le infrastrutture e i servizi tecnologici rivolti alle Banche Centrali, alle Istituzioni Finanziarie, alle aziende private e alla Pubblica Amministrazione, nell'ambito dei pagamenti, dei servizi di rete, della monetica e dei mercati

dei capitali. L'offerta del gruppo SIA copre ben 51 Paesi, infatti, esso comprende una serie di società controllate totalmente che hanno sede sia in Italia che all'estero.

Il gruppo offre servizi in grado di consentire l'esecuzione tecnologica in modo corretto di qualunque tipologia di pagamento elettronico che preveda o meno l'impiego di una carta di pagamento digitale o fisica, in modo da mettere in relazione la totalità degli attori interessati tramite l'utilizzo di connessioni fortemente attendibili. Al termine del 2020, il gruppo SIA, contava su una forza lavoro costituita da 3663 dipendenti operativi nelle 20 diverse sedi, vantava la gestione di circa 17,3 miliardi di transazioni tramite carte, 18,3 miliardi di transazioni legate ai pagamenti digitali e aveva trasportato in rete 3,6 terabyte di dati.

I ricavi prodotti dal gruppo SIA sul territorio italiano, nello stesso anno, erano pari a circa 510 milioni di euro, mentre quelli generati all'estero sono stati pari a circa 238 milioni di euro, entrambi in aumento rispetto all'anno precedente grazie alla politica di internazionalizzazione verso cui il gruppo ha mirato durante gli ultimi anni.

Nell'anno 2020, il gruppo SIA ha registrato l'erogazione dei propri servizi nei confronti di oltre 2300 clienti nei 51 paesi in cui è operativa.

I ricavi relativi alle vendite e alle prestazioni di servizi sono prodotti in maggior parte dalla *business line Card and Merchant Solutions* e sono focalizzati su una clientela limitata. In dettaglio, i ricavi delle vendite e delle prestazioni di servizi prodotti dal gruppo che derivano dalla divisione sopra citata ammontano a circa 499 milioni di euro nel solo anno 2020.

L'analisi tecnica dell'operazione di fusione è di fondamentale importanza al fine di comprendere fino in fondo la descrizione delle operazioni che coinvolgono i gruppi appena descritti e soprattutto le finalità alla base e i relativi impatti finali.

Attraverso l'attuazione dell'operazione di fusione vengono integrati nella maniera più intensa possibile non solo le aziende interessate, che perdono la propria identità economica raggiungendo una comunione sia dell'elemento patrimoniale che di quello personale, ma anche i soggetti giuridici che le reggono, i quali perdono la loro individualità giuridica. L'operazione si sostanzia in uno scambio di azioni o quote nel quale ai soci della società estinta, a fronte dell'annullamento delle partecipazioni detenute in precedenza, vengono assegnate le azioni o quote della società risultante dalla fusione. Conseguentemente, essi entrano a far parte della compagine sociale della società generata dall'operazione assistendo alla comunione dei patrimoni delle aziende che viene realizzato senza il paradigma della cessione d'azienda, ossia della liquidazione dei soci della società "acquisita".

Alla base dello schema generale dell'operazione di fusione si prevede, infatti, la continuità in comunione di un'attività economica fra due società che precedentemente erano distinte attraverso l'apporto dei rispettivi patrimoni, al fine di ottenere una quota partecipativa nell'investimento totale in proporzione al valore dei medesimi apporti.

In riferimento all'economia dell'azienda concentrataria l'apporto ricevuto è "tacito" poiché non si prevede il pagamento in denaro o mediante altre tipologie di corrispettivi patrimoniali, bensì, si attribuisce ai nuovi soci quote di partecipazione al Capitale Sociale. Non si verifica, pertanto, la peculiare permutazione patrimoniale tipica degli scambi con economie esterne al fine di acquisire fattori produttivi, si assiste, al contrario, ad una crescita del patrimonio netto.

Anche se la scelta della modalità attuativa (per incorporazione o per unione) non varia le caratteristiche appena indicate, nella pratica si evidenzia una significativa prevalenza della modalità "per incorporazione", dato che, attraverso l'utilizzo di tale forma si riesce a pervenire ai medesimi effetti sostanziali, limitando la perdita d'individualità giuridica solo ad alcune delle società che partecipano all'operazione e non necessariamente a tutte, come avviene nella modalità attuativa per unione.

Possiamo quindi sintetizzare le caratteristiche principali dell'operazione di fusione, in termini economici, nelle seguenti:

- il corrispettivo dell'apporto non è rappresentato dal denaro;
- i soci delle società fuse o incorporate fanno ingresso nel Capitale Sociale della società di nuova costituzione o nella società incorporante;
- le società fuse o incorporate si estinguono.

Un aspetto fondamentale relativamente a questa tipologia di operazione è che l'obiettivo economico di una fusione risiede nel raggiungimento di un beneficio economico rappresentato da un maggior valore del nuovo sistema aziendale generato rispetto alla mera somma dei valori *stand alone* che le società partecipanti avrebbero avuto se fossero rimaste distinte. Tale maggior valore può essere generato da diverse tipologie di strategie aziendali, quali, strategie di crescita (crescita dimensionale, sfruttamento delle risorse e delle competenze in comunione, conseguimento di economie di scala); strategie di mantenimento (risoluzione di carenze operative, razionalizzazione dei processi aziendali); strategie finanziarie (ad esempio, l'assorbimento di imprese con grandi disponibilità liquide); e strategie connesse ad obiettivi extra-economici (crescita del prestigio manageriale, diversificazione dell'investimento degli azionisti di maggioranza).

Il 2 novembre 2020 il gruppo Nexi annunciava di aver concordato con Nets un periodo di esclusiva delle negoziazioni al fine di poter pervenire nel breve periodo ad un eventuale accordo vincolante tra le parti per un'operazione di fusione tra i due gruppi attivi nello stesso settore dei pagamenti digitali sul suolo europeo. Tale periodo di trattative tra le due società ha portato, il 15 novembre dello stesso anno, alla sottoscrizione di un accordo vincolante per l'attuazione della fusione che indicava le numerose motivazioni ed i molteplici vantaggi su cui essa si fondava.

Il completamento della fusione verrà poi comunicato da Nexi il 1luglio 2021, data che rappresenta il momento in cui l'operazione è divenuta efficace.

La fusione in analisi rappresenta un'operazione di tipo strategico al fine di aumentare la presenza a livello internazionale e la rete operativa di Nexi presentando le potenzialità per creare il gruppo leader in Europa nel settore *Paytech* in virtù di un rafforzamento della solidità e delle prospettive societarie attraverso una serie di fattori fondamentali:

- una diversificazione aggiuntiva su un significativo numero di mercati;
- un portafoglio di prodotti e servizi a favore dei clienti completo;
- una esposizione superiore connessa al comparto dell'*e-commerce*;
- una diversificazione maggiore del portafoglio clienti.

Inoltre, tale operazione costituisce un'opportunità incredibilmente importante per Nexi a livello strategico al fine di poter raggiungere i propri obiettivi legati alla crescita internazionale, che non sarebbero stati facilmente conseguibili nel breve periodo attraverso la sola crescita interna o altre operazioni straordinarie essendo in presenza di un mercato molto frammentato in cui i player che lo caratterizzano in Italia sono di contenute dimensioni e quindi difficilmente configurabili quali *target* per un eventuale acquisizione.

La fusione consente al gruppo che nascerà dopo l'operazione di:

- diventare il primo *player* nel mercato dei *digital payments*;
- implementare la più grande piattaforma a livello pan-europeo con la scala in grado di generare un profitto di leadership maggiore per quanto riguarda prodotti ed efficienza;
- trarre beneficio dal grande potenziale di ampliamento generato dalla propria posizione di leadership e dall'esposizione in mercati europei caratterizzati da grande attrattività, con un mercato aggredibile che nella sua totalità è quattro volte superiore rispetto alle potenzialità che Nexi conta singolarmente;
- sfruttare un portafoglio di prodotti che riescono a coprire l'intero settore dei pagamenti, con punti di forza nel comparto *acquiring* e in quello *e-commerce*, e la possibilità di fornire supporto ai *merchants* a livello internazionale attraverso soluzioni dedicate per ogni settore flessibilmente su paesi, canali e metodi di pagamento;
- guadagnare un profilo maggiore di profittabilità e generazione di cassa su larga scala, con resilienza del business ulteriormente rafforzata per via della diversificazione a livello geografico, all'esposizione all'*e-commerce* e alla concentrazione della clientela ridotta in maniera importante;
- ottenere una posizione unica al fine di conseguire altre opportunità in futuro relativamente alla crescita organica e inorganica a livello europeo.

Oltre a quanto detto fin ora, la concertazione delle attività del gruppo Nets, caratterizzate da una forte complementarietà rispetto a quelle di Nexi (con la potenzialità di crescere ulteriormente prendendo in considerazione l'operazione di fusione con SIA) garantirebbe la realizzazione di un'importante accelerazione

dell'incremento dei fatturati e un'espansione dei margini di profitto e della generazione di cassa, derivante dalla vendita incrociata e dal rafforzamento delle capacità commerciali e di implementazione dei prodotti, oltre che alla scalabilità dei costi e alle efficienze di spesa grazie all'ottimizzazione delle piattaforme operative. Le stime connesse all'operazione di fusione oggetto di analisi indicano la possibilità di creare valore per un importo pari a circa 170 milioni di euro di sinergie ricorrenti annui a regime.

Gli accordi concordati dalle società coinvolte nell'operazione prevedono che una volta divenuta efficace la fusione ogni azionista Nets riceva 0,1760495723585 azioni Nexi in cambio di ciascuna azione ordinaria Nets Topco 2, con un valore nominale pari a 0,01 DKK.

Quindi, Nexi dovrà emettere complessivamente 406.628.176 azioni di compendio.

L'applicazione dei metodi valutativi utilizzati ha portato ai seguenti risultati:

- dato il prezzo del titolo Nexi pari a 14,71 euro registrato il 13 novembre 2020 (ultimo giorno di mercato prima che le società raggiungessero le intese riguardo l'operazione) si arriva ad un *Enterprise Value* di Nets pari a 7,8 miliardi e un *Equity Value* pari a 6,0 miliardi (che corrisponde ad un prezzo per azione pari a 2,59 euro);
- dato il prezzo del titolo Nexi pari a 15,80 euro, corrispondente al c.d. "*Volume-Weighted Average Price* o "*VWAP*" (prezzo medio ponderato per il volume) durante i 3 mesi che hanno preceduto il 30 ottobre 2020, si arriva ad un *Enterprise Value* di Nets pari a 8,25 miliardi e ad un *Equity Value* pari a 6,4 miliardi di euro (che corrisponde ad un prezzo per azione pari a 2,78 euro).

Gli *Enterprise Value* che sono stati così determinati si inseriscono perfettamente nel range di valutazione approvato dall'organo amministrativo di Nexi al fine di valutare Nets Topco 2 che va da un minimo di 7,5 miliardi di euro ad un massimo di 9,2 miliardi di euro.

Il 4 ottobre 2020 segna la data in cui ha avuto inizio l'operazione di fusione tra Nexi e SIA. Gli organi amministrativi delle due società, infatti, in tale data hanno sottoscritto un "*memorandum of understanding*" tra Nexi, SIA e i principali azionisti delle società appena indicate (Cdp Equity, Fsia e Mercury).

Al termine dell'operazione quello che i consigli di amministrazione delle società si aspettavano era la nascita di un nuovo player italiano con dimensioni in linea con quelle delle big europee in grado di sfruttare le opportunità di consolidamento a livello internazionale.

Per avere maggiore contezza dell'operazione, basta pensare che si tratta di una realtà da 1,8 miliardi di euro di ricavi aggregati *pro-forma* e 1 miliardo di euro di *EBITDA* aggregato *pro-forma* al 31 dicembre 2019.

L'operazione di fusione, che, come abbiamo detto, ha avuto inizio nel 2020, è stata portata a completamento nel 1° gennaio 2022 data in cui la stessa è divenuta efficace.

L'aspetto che rende questa operazione distintiva rispetto a molte altre è rappresentato dal fatto che inserendosi in un'operazione molto più ampia costituita anche dall'operazione di fusione per incorporazione con la società Nets Topco 2, e tenendo in considerazione che la predetta operazione si sarebbe conclusa con grande

probabilità (così è stato) in un momento precedente rispetto a quella in analisi, il progetto di fusione comprende tre diversi scenari rispetto a tale eventualità.

L'operazione di fusione oggetto di analisi costituisce sotto un profilo strategico un'opportunità per garantire l'integrazione delle attività delle due società partecipanti, SIA e Nexi, al fine di dar vita ad una *Paytech* di origine italiana nuova che vanti una posizione di leadership sul territorio europeo e che abbia la capacità di soddisfare l'intera catena del valore dei *digital payments* e che sia in grado di fornire servizi alla totalità dei segmenti di mercato attraverso un ventaglio di soluzioni completo e all'avanguardia.

La società attiva nel settore *Paytech* che sarà generata dall'operazione di fusione, forte dell'integrazione delle relative competenze e partnership di Nexi e SIA, sarà in grado di fornire servizi all'intero ecosistema dei *digital payments*: dalle banche internazionali a quelle italiane, dalle grandi aziende ai piccoli commercianti fino alla Pubblica Amministrazione.

Non è da sottovalutare, inoltre, che, al termine dell'operazione, Nexi potrà vantare di un numero di collaboratori pari a 5500 individui distribuiti in 15 Paesi, di cui oltre 4 mila operanti in un polo completamente italiano dedicato all'ambito tecnologico e all'innovazione digitale, estremamente importante per lo sviluppo tecnologico dell'Italia.

Nel contesto del mercato nazionale sotto il profilo dei *digital payments* che, anche se in crescita, possiedono una quota di penetrazione equivalente al 24%, una volta finalizzata la fusione, Nexi avrà la possibilità di sfruttare le opportunità di crescita a livello organico nella loro complessità in modo da raggiungere un'accelerazione, insieme agli istituti bancari con cui collabora, della diffusione dei pagamenti digitali a beneficio dei cittadini, delle imprese e della Pubblica Amministrazione.

Da un punto di vista quantitativo quello che i consigli di amministrazione delle due società si aspettavano in termini di creazione di valore potenzialmente generabile dalle sinergie che si sarebbero potute ottenere era un valore pari a 150 milioni di euro di sinergie ricorrenti annui a regime.

Una volta che l'operazione di fusione tra le due società Nexi e SIA sarà resa efficace verrà assegnato ad ogni azionista di quest'ultima un numero di azioni ordinarie Nexi pari a 1,5761 per ogni azione SIA posseduta ed annullata per effetto del concambio, senza che siano previsti conguagli in denaro.

Una volta applicate tutte le metodologie valutative del *discounted cash flow*, dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili ed effettuate opportune analisi di sensibilità si è pervenuti ad un range di rapporti di cambio che va da un minimo di 1,22 ad un massimo di 1,83 azioni Nexi per ogni azione SIA.

Nell'ambito dell'elaborato si è proceduto anche all'effettuazione di un esercizio valutativo in cui sono stati applicati i metodi che le stesse società protagoniste delle operazioni in analisi hanno utilizzato nei processi valutativi per l'individuazione del rapporto di cambio, allo scopo di fornire una "*fairness opinion*" sulla congruità dello stesso e di spiegare le eventuali divergenze.

Come sintesi delle tre valutazioni effettuate, si è calcolato il rapporto di cambio determinato attraverso il DCF e i due multipli *EV/EBITDA* medio e mediano rilevati al fine di confrontare il risultato con il rapporto di cambio riportato nei due progetti di fusione.

Per quanto concerne la fusione Nexi-Nets, i dati effettivi prevedono un rapporto di cambio pari a 0,176049496 (ovvero per ogni azione Nets, gli azionisti riceveranno 0,176049496 azioni Nexi), mentre le stime effettuate attraverso il *DCF*, il multiplo medio e quello mediano prevedono rispettivamente un rapporto di cambio pari a 0,158002521, 0,1418204331 e 0,1411473123. Si può dunque affermare come i dati stimati siano sostanzialmente prossimi rispetto a quelli effettivamente risultanti dall'operazione.

Per quanto riguarda la fusione Nexi-SIA, il dato effettivo previsto nel progetto riporta un intervallo compreso tra 1,22 e 1,83 (ogni azionista SIA riceverà tra 1,22 e 1,83 azioni Nexi per ogni azione detenuta). La stima mediante il *DCF* ha portato ad un rapporto di cambio interno al range effettivo (1,308831144), mentre quelli ottenuti attraverso i multipli di mercato denotano una leggera sovrastima (2,1104595 per il multiplo medio e 2,135850051 per quello mediano).

Tale differenza in termini relativi può essere spiegata dalla selezione del campione di imprese comparabili rispetto alla valutazione effettuata dagli *advisor* coinvolti nell'operazione straordinaria e, in generale, dalla minore accuratezza che una valutazione relativa comporta rispetto ad una valutazione basata sui fondamentali attraverso il metodo indiretto del *DCF*.

Sulla base delle considerazioni effettuate, si possono giudicare congrui i rapporti di cambio previsti nel progetto di fusione, fermo restando la differenza tra valore e prezzo, infatti, quest'ultimo è inevitabilmente legato a circostanze di natura extra-economica come, ad esempio, il potere contrattuale dei soggetti coinvolti nell'operazione.

Nel luglio 2021 viene conclusa l'operazione tra Nexi e Nets, mentre la fusione tra Nexi e SIA viene portata a compimento nel 1° gennaio del 2022, queste due date rappresentano i momenti in cui le società uniscono le proprie forze al fine di creare quella che il Gruppo stesso definisce “*The European PayTech leader*”, una combinazione a livello strategico con lo scopo di garantire soluzioni di pagamento all'avanguardia a prova di futuro che si estendono lungo l'intero ecosistema dei pagamenti.

È chiaro quindi, per quanto detto fin ora, che la concentrazione tra Nexi, Nets e SIA si pone quale punto di svolta nello scenario che caratterizza l'Europa nell'ambito del *Paytech* attraverso la nascita di uno dei più grandi attori di mercato sul territorio europeo in termini di scala, clientela guadagnata, network di distribuzione commerciale e per gamma di prodotti e servizi offerti.

In sostanza, quindi, conseguentemente all'integrazione dei business delle sopracitate società, caratterizzati da una fortissima complementarità, il Gruppo nato da tali operazioni avrà la capacità di offrire un esteso portafoglio di servizi e prodotti *best in class* implementati internamente *in house* e di competere in misura maggiore nell'ambito della *digital innovation*, della tecnologia e dell'efficienza, elementi principali al fine di

offrire supporto al sistema bancario nel suo complesso e a quello dei *digital payments* a livello nazionale ed internazionale come partner a livello strategico ed indipendente.

Per quanto concerne la posizione del Gruppo nascente dalle operazioni di fusione, abbiamo visto come l'obiettivo principale di Nexi sia quello di sfruttare gli effetti sinergici derivante dall'integrazione delle attività di Nets e di SIA al fine di diventare il player numero uno in termini di risultati in Europa.

Secondo i dati del 2021 lo scenario a livello europeo, come abbiamo già analiticamente anticipato all'inizio dell'elaborato, vede, in termini di ricavi, al primo posto la francese *Worldline* con 4,8 miliardi di euro su base *pro-forma*, forte dell'acquisizione effettuata nel 2020 con la connazionale *Igenico*, seguita dalle *business division* in Europa di *MasterCard* con ricavi pari a 4,4 miliardi di euro e *Visa* con 3,1 miliardi di euro, Nexi, invece, attualmente occupa la quarta posizione con circa 2,9 miliardi di ricavi su base *pro-forma*.

Volendo fare un'analisi ancora più dettagliata dei risultati ottenuti negli ultimi anni da Nexi vediamo che nel 2020 ha chiuso con ricavi per 1,04 miliardi di euro rispetto agli 1,07 miliardi registrati nel 2019, un margine operativo lordo incrementato del 2,5% pari a circa 601,4 milioni di euro ed un utile netto pari a 245,8 milioni di euro. Nell'anno successivo ha chiuso i primi nove mesi con ricavi per 1,64 miliardi di euro, registrando un aumento del 9,6% rispetto agli 1,49 miliardi registrati nei primi trimestri del 2020, un margine operativo lordo di 762,9 milioni ottenendo una crescita del 12,3% rispetto ai 679,1 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente.

Alla fine del 2021 e all'inizio del 2022, il gruppo continua a reggere le oscillazioni, evidenziando una crescita anche a febbraio 2022, nonostante la crisi scatenata dalla guerra tra Russia e Ucraina.

In base a quanto abbiamo analizzato, possiamo dire di aver individuato i fattori maggiormente significativi che hanno caratterizzato le operazioni oggetto della presente elaborato sia sotto un profilo teorico sia sotto un profilo pratico.

Quanto illustrato ci ha permesso di comprendere fino in fondo quali sono stati gli elementi chiave delle fusioni che il gruppo Nexi ha concretizzato, ponendole alla base del più ampio progetto di trasformazione messo in atto con l'obiettivo strategico di diventare il *player leader* in uno dei mercati caratterizzati da maggiore potenzialità di crescita, trainata dall'ancora più ampio processo di digitalizzazione che sta influenzando tutti i settori nell'ultimo decennio.

Il gruppo Nexi grazie alla visione a lungo termine del proprio management è riuscito senza dubbio, attraverso la sua crescita organica e mediante le diverse operazioni straordinarie rappresentate da fusioni ed acquisizioni, tra le quali sono comprese anche quelle con Nets e SIA, a competere con le più grandi realtà a livello europeo diventando un fiore all'occhiello di origine italiana nello scenario mondiale.

In attesa di quelli che saranno i risultati nel lungo termine del nuovo Gruppo generato da tali operazioni, dall'analisi effettuata è emerso che tutte le previsioni, comprese le recenti performance a disposizione, portano a pensare che l'obiettivo prefissato da Nexi potrebbe essere raggiunto a tutti gli effetti e magari dopo questo, in un mercato caratterizzato da un così elevato grado di consolidamento, potrebbe pensare di competere addirittura con i maggiori player a livello mondiale.

Per adesso Nexi “ci ha messo la faccia” con risultati difficilmente raggiungibili per una società di origine italiana, terreno di gioco in cui i mercati finanziari non godono di performance che possono trovare corrispondenza con quelle delle altre realtà economiche a livello europeo e mondiale.