

Dipartimento
di **Impresa e Management**

Cattedra **Finanza Aziendale Avanzato**

**Valutazione e modelli finanziari nelle operazioni di M&A:
confronto tra il settore industriale e il settore finanziario
I casi Essilor-Luxottica e Intesa Sanpaolo-UBI Banca**

Prof. Arturo Capasso

RELATORE

Prof. Alfio Torrisi

CORRELATORE

Marco Paoli
Matr. 740231

CANDIDATO

Anno Accademico **2021/2022**

SOMMARIO

ABSTRACT

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 – L’OPERAZIONE DI M&A E IL PROCESSO DI VALUTAZIONE D’AZIENDA	3
Introduzione	3
1.1 L’importanza della valutazione nelle operazioni di M&A	3
1.2 Principali motivazioni alla base di un’operazione di fusione o acquisizione	9
1.3 Le principali tipologie di sinergie realizzabili	12
1.4 I costi di integrazione	17
1.5 Valutazione d’azienda	20
1.5.1 Le fasi del processo valutativo	22
1.5.2 La valutazione in base alla fase di vita in cui si trova l’azienda	26
1.5.3 Aspetti giuridici nella valutazione delle operazioni di fusione e di LBO	30
CAPITOLO 2 - PRINCIPALI METODOLOGIE VALUTATIVE NELLE OPERAZIONI DI M&A	35
Introduzione	35
2.1 Premessa sui principali metodi valutativi nelle operazioni di M&A	35
2.2 Metodi patrimoniale, reddituale e misti: breve cenno	36
2.3 Metodi finanziari	41
2.3.1 Il Discounted Cash Flow Method e il Dividend Discount Model	41
2.4 I metodi dei multipli: la valutazione relativa	53
2.4.1 Società comparabili	55
2.4.2 Transazioni comparabili	60
2.5 Approccio basato sul target price	61
2.6 Il metodo dei prezzi di borsa	63
2.7 Introduzione alla valutazione delle sinergie	64
2.7.1 Approcci per la valutazione delle sinergie	67
2.8 Effettiva applicazione delle varie metodologie valutative per settore	72
2.8.1 Applicazione nel settore industriale	72
2.8.2 Applicazione nel settore finanziario	74
CAPITOLO 3 – LA VALUTAZIONE NEL SETTORE INDUSTRIALE: CASO ESSILOR-LUXOTTICA	76
Introduzione	76
3.1 Luxottica Group S.p.A.: descrizione storica	76
3.2 Luxottica Group S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria	78
3.2.1 Situazione patrimoniale	78
3.2.2 Andamento economico	82
3.2.3 Situazione finanziaria	84
3.3 Essilor International: descrizione storica	85
3.4 Essilor International: situazione patrimoniale, economica e finanziaria	87

3.4.1 Situazione patrimoniale.....	87
3.4.2 Andamento economico	91
3.4.3 Situazione finanziaria.....	93
3.5 Luxottica e Essilor prima della fusione: analisi dell'EBITDA, EPS e conclusioni	94
3.6 L'industria dell'occhialeria	96
3.7 Essilor-Luxottica: l'operazione di fusione.....	98
3.8 L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari.....	103
3.9 La valutazione nell'integrazione tra Essilor e Luxottica.....	107
3.9.1 Valutazione e rapporto di cambio	107
3.9.2 <i>Reverse engineering</i> : ricostruzione della valutazione con il <i>DCF method</i>	111
3.9.3 Valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione	115
CAPITOLO 4 - LA VALUTAZIONE NEL SETTORE FINANZIARIO: CASO INTESA SANPAOLO-UBI121	
Introduzione	121
4.1 Intesa Sanpaolo S.p.A.: descrizione storica	121
4.2 Intesa Sanpaolo S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria	122
4.2.1 Situazione patrimoniale.....	123
4.2.2 Andamento economico	126
4.2.3 Situazione finanziaria.....	128
4.3 UBI Banca S.p.A.: descrizione storica	129
4.4 UBI Banca S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria	130
4.4.1 Situazione patrimoniale.....	130
4.4.2 Andamento economico	133
4.4.3 Situazione finanziaria.....	135
4.5 Intesa Sanpaolo e UBI Banca prima della fusione: analisi dei principali indicatori e conclusioni.	136
4.6 Il settore finanziario.....	138
4.7 Intesa Sanpaolo-UBI Banca: l'operazione di fusione	142
4.8 L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari.....	146
4.9 La valutazione nell'integrazione tra Intesa Sanpaolo e UBI banca	149
4.9.1 Valutazione e rapporto di cambio	149
4.9.2 <i>Reverse engineering</i> : ricostruzione della valutazione del metodo dei multipli	153
4.9.3 Valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione	156
CONCLUSIONI	160
BIBLIOGRAFIA	165
SITOGRAFIA	169
RIASSUNTO	

Abstract

Nel presente elaborato vengono prese in considerazione ed analizzate in profondità le principali metodologie di valutazione d'azienda utilizzate nella prassi, con particolare riferimento al settore industriale e al settore finanziario.

La valutazione d'azienda è uno degli aspetti più rilevanti nelle operazioni di M&A in quanto permette di determinare il valore della società bersaglio e di poter successivamente stabilire il corrispettivo più corretto possibile affinché la fusione o l'acquisizione possa risultare di successo. Se da un lato è evidente l'importanza del tema citato, dall'altro è altrettanto chiaro quanto sia complesso effettuare una valutazione che possa essere realmente efficace. Pertanto, il lavoro svolto cercherà di porre massima attenzione sull'importanza della valutazione d'azienda, sulle criticità che la caratterizzano e sui vari approcci valutativi teorizzati dalla dottrina e soprattutto implementati nella prassi professionale.

L'elaborato si pone come scopo, inoltre, quello di indagare se e come il settore di appartenenza delle società che prendono parte ad un'operazione di M&A condiziona le metodologie valutative utilizzate. A tal fine sono stati analizzati in profondità due casi di fusione e acquisizione (uno del settore industriale e uno del settore finanziario) prestando particolare attenzione alle caratteristiche delle società, all'intero processo di fusione, alle reazioni dei mercati finanziari, alle sinergie, ai costi di integrazione e ai modelli valutativi utilizzati. Infine, a sostegno del lavoro svolto e utilizzando un approccio sperimentale, sono state ricostruite due metodologie valutative che hanno permesso di applicare modelli teorici ai casi reali.

Introduzione

La valutazione d'azienda risulta essere una delle tematiche più rilevanti in merito alle operazioni di M&A. Infatti, per stimare il valore delle società partecipanti ad un'operazione di fusione o acquisizione negli anni sono state sviluppate dalla dottrina e dalla prassi professionale molteplici modelli ed approcci valutativi con il fine ultimo di ottenere una stima che possa rispecchiare quanto più possibile il valore effettivo o potenziale di una determinata società. Ovviamente, quando viene promossa un'operazione di *merger and acquisition* i capitali investiti sono, generalmente, molto significativi e gli attori coinvolti risultano essere molteplici. Per queste ragioni vi è l'interesse che l'operazione in questione abbia esito positivo. Alla base di un successo, però, vi è una corretta valutazione d'azienda. Nel caso in cui il processo valutativo non dovesse risultare idoneo, le possibilità di incombere in un'operazione fallimentare per i promotori aumenterebbero significativamente. Pertanto, considerata l'importanza della valutazione, nel presente elaborato quest'ultima è stata approfondita in ogni sua declinazione, sotto un punto di vista teorico e trattando in maniera analitica anche due casi: il caso Essilor-Luxottica per il settore industriale e il caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca per il settore finanziario. Per gli esempi concreti di M&A sono stati presi in considerazione due settori sostanzialmente differenti, così da poter investigare su possibili uguaglianze o differenze in termini di metodologie valutative utilizzate. Quindi, grazie alla trattazione dei casi sopracitati, è stato possibile effettuare un lavoro di ricostruzione con riferimento proprio ai più importanti modelli valutativi implementati.

Entrando nello specifico dei contenuti dell'elaborato, nel primo capitolo sarà posta particolare attenzione all'importanza della valutazione d'azienda proprio con riferimento alle operazioni di M&A, evidenziando quanto sia complesso creare valore e quanto risulti essere determinante un corretto approccio valutativo per cercare di perseguire un risultato soddisfacente. Saranno approfondite, poi, quelle che possono essere considerate le principali motivazioni alla base di un'operazione di fusione o di acquisizione, saranno descritti i principali benefici sinergici generalmente ricercati dai promotori, evidenziando l'importanza che i costi di integrazione assumono in queste operazioni. Il capitolo proseguirà con la descrizione del concetto di "valutazione d'azienda", delle caratteristiche che lo contraddistinguono e dei vari significati che può assumere, terminando con un *focus* sulle varie fasi del processo valutativo, su come varia la valutazione a seconda della fase di vita in cui si trova l'azienda oggetto di valutazione e sugli aspetti giuridici che disciplinano le operazioni di M&A e nello specifico la valutazione. Nel secondo capitolo verranno approfonditi i principali metodi valutativi teorizzati dalla dottrina ma soprattutto applicati nella prassi professionale. Verranno trattati a titolo di

completezza il metodo reddituale, patrimoniale e i metodi misti, visto il loro progressivo disuso nella pratica, e verranno descritti in maniera approfondita il *Discounted cash flow method*, il *Dividend discount model*, i metodi dei multipli (società comparabili e transazioni comparabili), l'approccio basato sul *target price* e quello basato sui prezzi di borsa. Il capitolo terminerà con un approfondimento in merito alla valutazione delle sinergie e con un'analisi sull'effettivo utilizzo nella prassi dei modelli valutativi citati con riferimento al settore industriale e al settore finanziario.

Gli ultimi due capitoli, il terzo e il quarto, risulteranno essere speculari e tratteranno i due casi di M&A già citati nelle righe precedenti: Essilor-Luxottica per il settore industriale e Intesa Sanpaolo-UBI per il settore finanziario. Entrando maggiormente nello specifico, la composizione del lavoro riguardante entrambi i casi sarà la seguente:

1. Descrizione storica della società promotrice dell'operazione e analisi della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società nei tre anni antecedenti la fusione
2. Descrizione storica della società bersaglio dell'operazione e analisi della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società nei tre anni antecedenti la fusione
3. Analisi dei principali indicatori di bilancio e conclusioni sullo stato di salute delle società sempre con riferimento ai tre anni antecedenti l'operazione straordinaria
4. Approfondimento sul settore di appartenenza
5. Descrizione dell'intero *iter* di fusione
6. Analisi dell'impatto dell'operazione di fusione nei mercati finanziari
7. Descrizione della valutazione effettuata in entrambi i casi: approfondimento sugli approcci valutativi utilizzati e sulla determinazione del rapporto di cambio, *reverse engineering* su una metodologia valutativa per ogni caso e ricostruzione/analisi delle sinergie e dei costi di integrazione

L'obiettivo nella trattazione dei casi sarà quello di rappresentare nella maniera più approfondita possibile lo scenario in cui sono avvenute le due fusioni, le scelte valutative effettuate (così da indagare se effettivamente il settore di appartenenza influenza la valutazione d'azienda), le sinergie e i costi di integrazione. Tutto questo provando, anche, a ricostruire due dei principali approcci valutativi utilizzati nei casi presi in considerazione.

Capitolo 1 – L’operazione di M&A e il processo di valutazione d’azienda

Introduzione

Il primo capitolo ha come obiettivo quello di fornire un quadro generale della valutazione d’azienda con particolare riferimento alle operazioni di fusione e acquisizione, andando ad approfondirne gli obiettivi, il concetto di sinergia e costi di integrazione, l’intero processo valutativo e gli aspetti legali che lo caratterizzano.

1.1 L’importanza della valutazione nelle operazioni di M&A

Le operazioni straordinarie possono essere di varie tipologie. Queste si differenziano da quelle ordinarie in quanto sono caratterizzate da modifiche o cambiamenti significativi (anche in termini dimensionali) nelle società che decidono di intraprenderle, con riferimento particolare alla composizione del passivo. Tra le tante, si possono considerare operazioni di finanza straordinaria le emissioni obbligazionarie e gli aumenti di capitale. In merito al processo valutativo, però, assume primaria importanza una tipologia di operazione straordinaria, quella delle fusioni ed acquisizioni (*mergers and acquisitions*). Per operazione di *merger and acquisitions* (M&A) si intendono tutte quelle operazioni in cui è prevista una formale e sostanziale modifica dell’assetto di almeno due società. Nello specifico con il termine *merger* (fusione) si intende l’unione di due società inizialmente indipendenti le quali vanno a formare un’unica unità in termini economici e giuridici. Con il termine *acquisition* (acquisizione), invece, viene inteso l’acquisto di un’impresa da parte di un’altra. Ovviamente, in seguito al completamento dell’operazione, la società acquisita non risulta più essere economicamente indipendente mentre potrebbe mantenere la propria indipendenza giuridica¹. In termini strategici, queste operazioni straordinarie appartengono alla categoria di operazioni di crescita non organica e vengono classificate in maniera differente in base al settore di provenienza dell’impresa *target*². Infatti, se la società bersaglio opera nello stesso settore della società *bidder*³, questa risulta essere una fusione orizzontale, se il settore è invece a monte o a valle (in termini di filiera produttiva) allora la fusione in questione è di tipo verticale. Se i settori non

¹ In merito, si veda “*Mergers & Acquisitions: Understanding M&A Processes for Large and Medium Sized Companies*”, M. Dreher, D. Ernst, Springer (2022), pp.1-2.

² L’impresa “*target*” è la società oggetto dell’acquisizione o della fusione.

³ La traduzione letteraria dall’inglese del termine “*bidder*” è “offerente”. In merito alle operazioni di fusioni ed acquisizione, la società *bidder* è per l’appunto la società offerente, quindi la promotrice dell’operazione straordinaria.

hanno alcun tipo di relazione nei termini appena descritti, allora l'operazione è chiamata fusione conglomerale. Un'ultima classificazione delle operazioni di M&A è basata sul metodo di pagamento utilizzato per l'operazione. La transazione tra società *bidder* e gli azionisti della società *target*, infatti, può avvenire in tre modi differenti: in azioni (scambio azionario), in contanti o attraverso una combinazione dei due⁴. In ogni caso, qualunque sia la tipologia di operazione di fusione, o l'approccio utilizzato (quindi acquisizione del capitale o fusione con offerta di azioni in concambio), uno degli aspetti principali da tenere in considerazione nell'operazione è sicuramente il valore della società *target*. Il dizionario Treccani riporta la seguente definizione di valore⁵: “Il valore [economico] di un bene è il prezzo al quale è possibile che sia rispettivamente venduto e acquistato, ovvero il punto d'incontro della domanda e dell'offerta”. Nelle operazioni di M&A, o comunque nel settore finanziario in generale, è possibile declinare la definizione di valore in quattro tipologie differenti⁶:

1. Valore di capitale economico: viene inteso il valore che effettivamente rispecchia la consistenza patrimoniale e le capacità reddituali, economiche ed operative della società in normali situazioni contestuali e di mercato.
2. Valore di capitale economico potenziale: in questo caso, per valore aziendale vengono considerate quelle che potrebbero essere le capacità reddituali e finanziarie potenziali della società, quindi non effettive, ma che possono essere raggiunte. Tutto questo si basa su congrue e quanto più realistiche assunzioni.
3. Valore soggettivo: questa tipologia di valore si discosta dalle precedenti in quanto non si basa su capacità effettive o potenziali della società ma esclusivamente sulla percezione che il *bidder* ha nei confronti della società *target* in sede di negoziazione.
4. Prezzo: rappresenta il valore attribuito all'azienda in fase di negoziazione e che permette di raggiungere un accordo e il successivo scambio tra acquirenti e venditori.

Occorre precisare che solamente le prime due concezioni di valore appena descritte (valore di capitale economico e di capitale economico potenziale) permettono di considerare la società in

⁴ Per approfondimenti “*Finanza aziendale 2: Teoria e pratica della finanza moderna*” J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi, Pearson (2018), IV ed., p. 180.

⁵ In merito si veda [treccani.it](http://www.treccani.it)

⁶ Si veda “*Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*”, Luca Francesco Franceschi, EDUCatt (2007), pp.7-8.

termini “*stand alone*”⁷ e sono, quindi, quelle maggiormente tenute in considerazione nella prassi.

Una volta definito ciò che viene inteso come valore della società bersaglio, diventa di primaria importanza riuscire a quantificarlo correttamente. La motivazione risiede nel fatto che i promotori delle operazioni di M&A hanno l'intenzione di creare valore e cercare di massimizzare l'investimento effettuato. Per questa ragione, un'errata valutazione dell'azienda *target* e una conseguente offerta di acquisto inidonea in termini monetari (caso di sovrastima), porterebbe ad un'operazione a VAN⁸ negativo e conseguentemente fallimentare per i promotori stessi. In una situazione così delineata gli unici che ne trarrebbero beneficio sono esclusivamente gli azionisti della società bersaglio. In merito a questo, l'evidenza empirica⁹ sembra confermare che gli unici a trarre realmente beneficio da un'operazione di fusione o acquisizione sono proprio gli azionisti della società *target*, in quanto il premio di acquisizione pagato dall'acquirente è, nella maggior parte dei casi, uguale al valore generato dall'operazione. Con un esempio è possibile evidenziare quanto appena descritto: supponiamo che l'azienda Alpha S.p.a. abbia 500.000 azionisti e che ognuno di loro possieda un'azione, che non abbia debito e che sia amministrata male (o comunque non al massimo delle proprie potenzialità) dal *management*. Supponiamo inoltre, che per le ragioni appena descritte, il prezzo azionario sia quotato con un significativo sconto e che sia pari a 60 euro per azione, anche se, con una buona gestione della società, il valore unitario del capitale sociale potrebbe essere di 80 euro. Un ipotetico acquirente, una volta effettuata una corretta valutazione della società Alpha, potrebbe cercare di acquisire almeno il 50% delle azioni a 70 euro, pagando quindi un premio agli azionisti della società *target* di 10 euro ad azione. L'operazione sembrerebbe vantaggiosa per

⁷ Il valore “*stand alone*” di una società fa riferimento al valore attribuibile a quest'ultima considerandola indipendente rispetto al contesto che la circonda. Senza considerare quindi eventuali relazioni con altre strutture societarie e basando la valutazione esclusivamente sul piano strategico-gestionale utilizzato. Per approfondimenti si veda “*Logiche e metodologie di valutazione d'azienda: valutazioni stand-alone*”, Enrico Gonnella, Pisa University Press (2013), p.30.

⁸ L'acronimo VAN si riferisce al concetto di “valore attuale netto”. Con questo termine viene indicato il valore ottenuto dalla somma di futuri flussi di risultato, scontati per un determinato tasso. Di fronte a progetti di investimento alternativi è necessario scegliere quello che presenta il VAN maggiore. In ogni caso, non devono essere mai scelti progetti a VAN negativo, in quanto significherebbe effettuare investimenti che non saranno poi ripagati dai flussi di cassa attesi dal progetto stesso.

⁹ In merito, si veda “*Finanza aziendale 2: Teoria e pratica della finanza moderna*” J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi, Pearson (2018), IV ed., p.201.

tutte le parti coinvolte per le seguenti ragioni: l'acquirente dovrebbe sostenere un investimento complessivo di 17,5 milioni di euro per il 50% del capitale sociale ($70 \times 500.000/2$). In seguito ad una buona gestione della società, però, il valore di ogni singola azione raggiungerebbe 80 euro come da previsioni iniziali e i promotori dell'operazione si ritroverebbero con un profitto finale di 3,5 milioni di euro [$(80 \times 500.000/2) - 17.500.000$]. Ovviamente anche i venditori avrebbero profitto dall'operazione, in quanto cedrebbero le proprie azioni ad un valore superiore rispetto al valore corrente di mercato. Ma in una situazione così delineata, tutti gli attori massimizzerebbero il profitto? Sembrerebbe di sì, ma in realtà se tutti gli azionisti vendessero le loro azioni, uno di loro farebbe meglio a non cederle, in quanto, in seguito al completamento dell'operazione e con la buona gestione del *management* subentrante, la sua azione passerebbe da 60 ad 80 euro, quindi ad un valore superiore ai 70 euro che erano stati offerti dai *bidders* per l'acquisizione. Se poi tutti gli azionisti della società bersaglio ragionassero in questi termini, allora ecco che l'operazione non avrebbe luogo. L'unica circostanza che permetterebbe di portare a termine il *takeover* nei confronti di Alpha S.p.a. sarebbe un'offerta di 80 euro ad azione, circostanza che porterebbe però ad un VAN del progetto nullo per l'acquirente e dell'intero valore creato se ne approprierebbero gli azionisti venditori. Questa problematica è anche detta "problema del *free rider*¹⁰" e nonostante possano essere adottate alcune soluzioni¹¹, per cercare di evitare quanto appena descritto, la concorrenza continuerebbe a portare a zero il VAN dell'operazione di acquisizione lato acquirenti. Infatti, il fatto che venga effettuata un'offerta per una determinata società presuppone che ci sia la possibilità di ottenere profitti dall'acquisizione di quest'ultima anche per altre imprese (magari con costi o potenziali sinergie simili) e questo creerebbe un'asta competitiva che porterebbe di nuovo il progetto ad avere un VAN nullo per gli acquirenti.

Quanto appena descritto evidenzia le difficoltà che i promotori di un'operazione di M&A possono incontrare nel cercare di creare valore e, nonostante le varie problematiche, tutto l'esempio dell'azienda Alpha S.p.a. si fonda su una corretta valutazione iniziale del capitale economico della società *target* da parte dei promotori che li ha portati a credere che la società bersaglio fosse effettivamente mal gestita e sottostimata. E se la valutazione iniziale invece non fosse stata corretta? Nonostante, quindi, tutte le difficoltà che gli acquirenti possono incontrare per cercare di ottenere dall'operazione un VAN positivo, una valutazione iniziale

¹⁰ Per approfondimenti si veda "*The dynamics of the Free-Rider Problem in Takeovers*", Joseph E. Harrington JR, Jacek Prokop, *The Review of Financial Studies* (1993), Vol. 6, Issue 4, pp. 851–882.

¹¹ Alcuni esempi sono: acquisizione iniziale o *toehold*, fusione *freezeout* e *leveraged buyout*.

errata della società bersaglio Alpha S.p.a. avrebbe escluso completamente la possibilità di ottenere profitti e l'operazione, molto probabilmente, si sarebbe conclusa in perdita per gli acquirenti. Tornando all'esempio di cui sopra, supponiamo che gli analisti in seguito al processo valutativo, siano abbastanza sicuri del fatto che il reale valore di una singola azione della società Alpha è di 80 euro (nonostante siano quotate a 60) e che gli azionisti della società *target* siano disposti ad accettare un'offerta da parte dell'acquirente di 75 euro ad azione. In una situazione così delineata anche gli acquirenti otterrebbero profitto (seppur non significativo) dall'operazione. Supponiamo, a questo punto, che gli “*assumptions*”¹² sui quali si basava la valutazione non fossero corretti e che, con il passare del tempo, la società, nonostante venga gestita in maniera egregia dal *management* subentrante, raggiunga come massimo valore di borsa 70 euro per azione. A questo punto, per colpa di una valutazione iniziale errata, ancora una volta solamente gli azionisti della società *target* si approprierebbero del valore dell'operazione, mentre quelli della società acquirente si ritroverebbero con una perdita (ovviamente in relazione al progetto in questione), in quanto non sarebbero stati in grado, neppure con un'ottima gestione, di ripagare l'investimento iniziale. Questo semplice esempio evidenzia in maniera molto chiara, in *primis*, quanto sia complesso per gli acquirenti appropriarsi del valore generato da un'operazione di M&A e in *secundis* come un'errata valutazione possa completamente vanificare (almeno lato acquirente) un'operazione dalla portata spesso estremamente significativa.

Basti pensare che nel 2021 sono stati superati, per la prima volta in assoluto, 5 trilioni di dollari in operazioni di *mergers and acquisitions*. In termini settoriali a guidare la classifica per numero di acquisizioni e per valore complessivo è il settore TMT con 12585 operazioni per un valore totale di 1269.6 miliardi di dollari. In termini di crescita rispetto al 2020 invece primeggiano tra tutti il settore *automotive* (crescita del 108%) e il settore dell'assistenza sanitaria (crescita del 94%)¹³. Andando ad analizzare solamente il contesto italiano, anche per il belpaese è stato un anno da *record* in termini di operazioni di M&A. Sono state portate a termine, infatti, 1165

¹² Con il termine “*assumptions*” si intendono le ipotesi base su cui si fondano le previsioni economico-finanziarie della società bersaglio. Queste assunzioni risultano di fondamentale importanza ai fini dell'implementazione di molteplici modelli valutativi (es. *DCF method*). Le difficoltà nello stabilire correttamente le ipotesi in questione, però, sono molteplici e il contesto macroeconomico sempre più incerto ha portato a riconsiderare determinate *assumptions* che da sempre risultavano essere alla base della valutazione nelle operazioni di M&A. Per un approfondimento si rimanda a “*Reassessing M&A Valuation Assumptions*”, J. Rajendran Pandian, Pete Woodlock, *The Journal of Corporate Accounting & Finance* (2013), pp. 35-40.

¹³ I dati riportati sono stati estrapolati dalle banche dati Dealogic e GlobalData.

operazioni per un valore complessivo di 98 miliardi. Inoltre, è proprio tra le operazioni di fusione e acquisizione “italiane” che ritroviamo alcune delle più significative operazioni globali, con un valore pari o superiore al miliardo di euro. Tra queste, le più importanti per valore complessivo sono sicuramente l’acquisizione da parte di Macquarie Infrastructure & Real Assets del 40% di Openfiber (Enel) per 2,2 miliardi di euro e l’investimento di KKR Infrastructure in FIBercorp di 1,8 miliardi di euro¹⁴. Infine, nel 2022 (da gennaio a settembre) sono state annunciate e completate più di 24000 operazioni di M&A a livello globale. Il maggior numero di operazioni è stato registrato in America (8882), in Europa (8620) e nell’Asia centrale e Pacifica (3912)¹⁵.

I dati di cui sopra, rendono bene l’idea dell’estrema significatività dei capitali investiti nel mondo degli M&A e di quanto risulti essere, quindi, fondamentale riuscire ad effettuare una valutazione corretta della società *target*. Un errore di valutazione, ad esempio, nell’operazione citata nelle righe precedenti che ha coinvolto KKR Infrastructure, porterebbe, nella peggiore delle ipotesi, a vanificare un investimento di 1,8 miliardi di euro.

In conclusione, è proprio per la portata dei capitali investiti, per la quantità degli attori/interessi coinvolti e per la significatività dei cambiamenti spesso immodificabili che le operazioni di M&A portano con sé, che effettuare una corretta valutazione della società bersaglio diventa un aspetto determinante e fondamentale per non vanificare la ricchezza investita e per permettere di raggiungere con successo un *deal* tra *bidder* e azionisti della società *target*. Tutto questo facendo sì che, nonostante il prezzo pagato e il relativo premio di acquisizione¹⁶, l’operazione possa essere considerata comunque a VAN positivo e possa, quindi, creare valore. Occorre precisare che una corretta valutazione della società *target* non garantisce automaticamente il successo di un’operazione di fusione o acquisizione, ma pone sicuramente le basi per cercare quanto meno di perseguire un risultato positivo.

¹⁴ In merito si veda il report “*Rapporto Mergers & Acquisitions Il mercato segna nuovi record*”, Maximilian P. Fiani, KPMG International Limited (2022), disponibile su [kpmg.com](https://www.kpmg.com).

¹⁵ Le informazioni riportate sono state estrapolate dal fornitore globale di dati e infrastrutture finanziarie Refinitiv.

¹⁶ Per premio di acquisizione viene inteso il sovrapprezzo pagato dai promotori di un M&A per portare a compimento l’operazione. Generalmente, i promotori con un denso *network* di alleanze pagano meno per l’acquisizione della società bersaglio perché riescono ad ottenere maggiori informazioni, in termini quantitativi e qualitativi, sull’impresa *target* aumentando l’accuratezza della valutazione. Per approfondimenti al riguardo, si veda “*Determinants of M&A acquisition premium: a social capital perspective*” Huy Will Nguyen, Zhu Zhu, Young Hoon Jung, Dong Shin Kim, *Competitiveness Review* (2022), Vol. 32, No. 2, pp. 214-229.

1.2 Principali motivazioni alla base di un'operazione di fusione o acquisizione

Nel paragrafo precedente è stata posta particolare enfasi sull'importanza della valutazione nelle operazioni di fusione ed acquisizione, ma cos'è che effettivamente impatta sulla valutazione della società bersaglio? Quali aspetti sono correlati positivamente con il valore della società *target* e quali invece negativamente? Per rispondere a questi due quesiti, occorre, innanzitutto, capire bene quali sono le motivazioni che spingono i soggetti promotori a presentare un'offerta di acquisizione. Queste possono essere o non essere di natura economico/finanziaria. Tra le motivazioni che poco hanno a che vedere con valutazioni di tipo economico vi rientrano quelle riguardanti i *managers*. Spesso, infatti, i dirigenti di importanti società, per perseguire interessi di natura prettamente personale, cercano di portare a compimento importanti operazioni di finanza straordinaria. Tra gli obiettivi personali vi sono la possibilità di ottenere una maggiore retribuzione e un maggiore prestigio o l'eccesso di fiducia (*overconfidence*). Entrando maggiormente nello specifico, l'*overconfidence*, ad esempio, risulta essere positivamente correlata con il premio di acquisizione pagato dai promotori di un M&A¹⁷. In sostanza, quindi, un eccesso di fiducia porta i *managers* a credere di avere particolari abilità sopra la media e di riuscire ad ottenere eccellenti risultati anche pagando un sovrapprezzo estremamente significativo. Ovviamente per evitare che i dirigenti perseguano solo i propri obiettivi, a scapito di quelli degli azionisti, esistono strumenti di *corporate governance* che permettono di allineare gli interessi degli attori appena citati. Un esempio è sicuramente l'utilizzo di strumenti retributivi *equity based* come le *stock options*¹⁸. Queste permetterebbero di attribuire partecipazioni anche significative ai *managers* e fare così in modo che possano anche loro sostenere i costi per una fusione o un'acquisizione fallimentare, vanificando così eventuali benefici personali. Questo approccio eliminerebbe, quindi, la problematica riscontrata in molti studi¹⁹ secondo cui gli amministratori delegati detengono partecipazioni troppo poco significative nelle società che amministrano e per questa ragione si genererebbero situazioni di conflitto di interesse. In ogni caso è possibile approfondire il tema delle motivazioni non

¹⁷ In merito, si veda “*Managerial overconfidence, debt capacity and merger & acquisition premium*”, Ailing Pan, Wenkai Liu, Xue Wang, *Nankai Business Review International* (2019), pp.570-590.

¹⁸ Le *stock options* sono strumenti di natura finanziaria che generalmente vengono attribuiti ai top *managers* delle società e forniscono, a quest'ultimi, la possibilità di acquistare o sottoscrivere azioni della società di cui sono dipendenti. Per approfondimenti si veda borsaitaliana.it

¹⁹ Uno degli studi che tratta il problema in questione e a cui si rimanda per approfondimenti è “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, M.C. Jensen, *The American Economic Review* (1986), Vol.76, No. 2, pp.323-329.

finanziarie alla base di un'acquisizione attraverso lo studio e l'analisi di specifici filoni di ricerca, come quelli che si occupano della finanza comportamentale e della teoria dell'agenzia. In relazione alle finalità della tesi, però, è doveroso spostare l'attenzione non tanto sugli obiettivi di tipo non economico, ma sulle motivazioni finanziarie che spingono i promotori di un'operazione di M&A a presentare un'offerta di acquisto. Con il termine motivazioni economico/finanziarie si intendono i *drivers*, di un'operazione di M&A, che hanno come finalità quella di aumentare la redditività di una specifica società o di un progetto, creando valore per gli azionisti. Di seguito vengono elencati e descritti uno ad uno quelle che possono essere considerate alcune delle principali motivazioni economico/finanziarie su cui si basano le acquisizioni²⁰:

1. Integrazione verticale: questa strategia permette ad un'impresa di espandersi a monte o a valle della propria filiera tecnologico-produttiva. I vantaggi derivanti da questa operazione sono principalmente tre: possibilità di ridurre vincoli di natura amministrativa o istituzionale (es. riduzione tassazione), vantaggi monopolistici (avendo il controllo degli *input* o *output* possono essere gestite direttamente tempistiche e prezzi) e risparmio di risorse e costi (attraverso lo sfruttamento delle interdipendenze).
2. Integrazione orizzontale: a differenza dell'integrazione verticale, in quella orizzontale le imprese non appartengono alla stessa filiera produttiva, bensì allo stesso settore e sono nella maggior parte dei casi concorrenti. Con l'acquisizione di una società operante nello stesso contesto settoriale è possibile ottenere vantaggi assolutamente significativi, come l'accesso a nuovi clienti, l'incremento della quota di mercato e lo sfruttamento di sinergie²¹.
3. Diversificazione: permette ad un'impresa di crescere ed espandersi in nuove aree di *business*. La diversificazione può essere di tipo correlata, se le aree in cui l'impresa intende espandersi sono "vicine" al *business* originario, oppure conglomerale, se i settori in cui la società intende operare non hanno alcun tipo di correlazione con il *core business*. In ogni caso, in relazione alle operazioni di fusione e acquisizione, questa scelta strategica fornisce alcuni importanti vantaggi: garantisce un accesso rapido a

²⁰ In merito all'integrazione verticale, orizzontale e alla diversificazione si veda "*Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*" F. Fontana, P. Boccadelli, Hoepli (2015), IV edizione, pp. 3-5, pp. 81-82.

²¹ Si rimanda al prossimo paragrafo per la trattazione completa delle sinergie.

risorse che potrebbero essere altrimenti inaccessibili con metodi di crescita organica²², permette di ridurre il rischio specifico di un settore (specialmente la diversificazione conglomerale) e permette di ridurre il costo del debito (un'impresa ben diversificata ha meno probabilità di fallire e quindi minor probabilità di non riuscire a pagare i prestatori di capitali, questo permette di ridurre i costi di finanziamento).

4. Espansione geografica: in questo caso, la finalità dell'impresa, è quella di andare a presidiare nuovi mercati in contesti geografici differenti rispetto a quello di origine. Tra i vari vantaggi, l'espansione geografica in nuovi mercati permette anche di mitigare i rischi riguardanti specifici Paesi. Ad esempio, un'acquisizione di una società appartenente ad un Paese che presenta un andamento economico sufficientemente scorrelato all'andamento economico del Paese di origine dell'acquirente, potrebbe permettere ai promotori dell'operazione di ottenere comunque risultati positivi da uno dei due contesti geografici nel caso in cui l'altro dovesse presentare una recessione o sia colpito da particolari eventi negativi²³.
5. Investire liquidità in eccesso: un ulteriore importante *driver* delle operazioni di M&A è rappresentato dall'esigenza dei promotori di investire la liquidità in eccesso²⁴. In questo modo è possibile cogliere importanti opportunità utilizzando risorse finanziarie che altrimenti non sarebbero produttive o che, in alcuni casi, potrebbero addirittura diminuire per effetto delle tassazioni. Investire la liquidità in eccesso permette, inoltre, a grandi società che hanno una presenza globalizzata e che hanno sedi in contesti geografici differenti, di far rientrare le proprie disponibilità economiche nel Paese di origine attraverso proprio operazioni di M&A. Questo approccio è utilizzato, ad esempio, dalle *internet company*.
6. Acquisizione di competenze e risorse scarse: un ultimo obiettivo che i promotori di un'operazione di fusione o acquisizione potrebbero perseguire può essere quello di acquisire competenze (*Know how*) o risorse scarse dalla società bersaglio. Infatti, con un'operazione di M&A è possibile acquisire in maniera rapida, delle risorse che

²² Per crescita organica si intende il processo attraverso il quale una società si dota di determinate risorse sviluppandole internamente.

²³ In merito si veda “*Gestione delle imprese internazionali*” Matteo Caroli, MC Graw Hill (2020), IV ed., p. 65.

²⁴ Per approfondimenti si rimanda a “*To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China*” Alessandra Guariglia, Junhong Yang, Jie Guo, *Journal of Corporate Finance* (2017), Vol. 54, pp.128-152.

altrimenti sarebbero difficili da ottenere. Ad esempio, basti pensare alle competenze dei *managers* e del personale della società *target* che sono frutto di anni e anni di esperienza e che in alcuni casi sono difficilmente replicabili servendosi del mercato del lavoro e di una successiva formazione.

L'analisi ha quindi messo in luce quelle che possono essere le motivazioni alla base di un'operazione di M&A e partendo proprio da quest'ultime è possibile adesso approfondire quali aspetti effettivamente impattano sulla valutazione della società bersaglio. Cos'è, quindi, che incrementa il valore dell'operazione in generale o lo fa diminuire? Per rispondere a questo quesito è doveroso considerare quella che in ambito letterario è considerato come uno dei più convincenti concetti per giustificare un'operazione di M&A: la sinergia. Nei prossimi paragrafi verrà approfondito il concetto in questione spostando di conseguenza il *focus* sui costi di integrazione.

1.3 Le principali tipologie di sinergie realizzabili

Il termine sinergia deriva dal greco²⁵ ed il significato è riconducibile al concetto di “cooperazione”. Di conseguenza, raggiungere delle sinergie, significa ottenere un risultato dalla combinazione di più fattori (nel nostro caso di più società) che risulta essere differente dalla mera sommatoria dei fattori in questione. Di conseguenza una combinazione finalizzata al conseguimento di sinergie può fornire sia un risultato positivo (se l'unione tra i fattori viene realizzata efficacemente), che un risultato negativo (se il risultato ottenuto è inferiore alla semplice somma algebrica dei fattori presi in considerazione)²⁶. Nelle operazioni di M&A, quindi, per sinergia si intende la possibilità di ottenere da una fusione un valore superiore (o inferiore) rispetto alla semplice somma algebrica dei valori delle società partecipanti all'operazione. A titolo esemplificativo, prendendo in considerazione l'ipotesi di risultato positivo, supponiamo che la società A (*bidder*) abbia un valore pari a 80 milioni di euro, che la società B (*target*) presenti un valore *pre-deal* di 50 milioni e che le due società completino con successo un'operazione di fusione dando origine alla società C. Supponiamo a questo punto che il valore della società C non risulti essere 130 milioni (50+80) bensì risulti essere 150 milioni, 20 milioni in più rispetto al valore che deriverebbe dalla semplice somma algebrica

²⁵ Nello specifico la parola “sinergia” deriva dal termine greco *synergía* (collaborazione), il quale deriva a sua volta da *synergós* (che lavora insieme).

²⁶ Per approfondimenti, si veda “*Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*”, A. Capasso, O. Meglio, Milano, FrancoAngeli (2009), p.84.

della valutazione singolare delle società partecipanti all'operazione. Sono proprio questi 20 milioni che, nella maggior parte dei casi, rappresentano il valore delle sinergie che si sono venute a creare grazie alla fusione. Ma da dove derivano queste sinergie? Le sinergie, in queste operazioni di finanza straordinaria, sono principalmente riconducibili alla riduzione dei costi o all'aumento dei ricavi. Alla base delle motivazioni che spingono i promotori ad intraprendere un'operazione di M&A, quindi, c'è proprio la possibilità di efficientare il proprio sistema aziendale, riducendo le uscite o aumentando l'entrate. Oltre ai singoli vantaggi riguardanti i possibili *drivers* dell'operazione (già esaminati nel capitolo precedente) le principali sinergie ottenibili da una fusione o un'acquisizione sono: accesso al credito più conveniente (economie finanziarie), economie di scala, economie di scopo, maggiore potere di mercato e benefici fiscali.

1. Accesso al credito più conveniente (economie finanziarie): sotto il punto di vista finanziario, tutte le società hanno una capacità di debito limitata dettata dal rapporto indebitamento finanziario netto/patrimonio netto $(D/E)^{27}$. All'aumentare della significatività del rapporto in questione, gli istituti finanziari concedono prestiti sempre più onerosi in termini di tasso di interesse in quanto considerano sempre più rilevante il rischio di credito che si assumono. Una società molto indebitata, quindi, avrebbe tutto l'interesse ad acquisire una società con un rapporto D/E pressoché insignificante in quanto, l'acquisizione, porterebbe a ridurre drasticamente l'indebitamento e permetterebbe alla società risultante dall'operazione di ottenere credito a condizioni più economiche.
2. Economie di scala: questa tipologia di sinergia permette alle società di ridurre i costi unitari aumentando la quantità prodotta. A titolo esemplificativo supponiamo che la società Alfa S.p.a. produca 500 unità di scarpe andando a sostenere 45.000 euro di costi totali, di cui 40.000 fissi e 5.000 variabili. Il costo unitario risulta essere pari a 90. In realtà però la società è dotata di macchinari che hanno la capacità di produrre fino a 1.000 unità mantenendo invariati i costi fissi. Nell'ipotesi delineata ci troviamo in una situazione di insufficiente utilizzo della capacità produttiva. Supponiamo adesso che la società Beta S.p.a, anch'essa operante nel settore calzaturiero, risulti presentare tutte le

²⁷ Per indebitamento finanziario netto viene intesa la differenza tra i debiti finanziari totali di una società e la liquidità disponibile in via immediata. Generalmente, il rapporto tra indebitamento finanziario netto di una società e il suo patrimonio netto può assumere un valore minore a 0,5 (in questo caso l'azienda si trova in una situazione finanziaria considerata positiva) minore di 1 (situazione sotto controllo) o maggiore di 1 (situazione negativa).

caratteristiche in termini di risorse, struttura produttiva e quota di mercato, che, una volta acquisite, permetterebbero alla società Alfa S.p.a di sfruttare con profitto l'intera capacità produttiva dei propri macchinari. In seguito ad un'ipotetica fusione tra le due aziende, si otterrebbe una situazione così delineata: le unità prodotte passerebbero da 500 a 1000, i costi fissi rimarrebbero 40.000 mentre quelli variabili diventerebbero 10.000. Ricalcolando il costo unitario è possibile constatare come quest'ultimo sia drasticamente diminuito, e sia passato da 90 a 50²⁸.

3. Economie di scopo: è possibile conseguire economie di scopo principalmente quando le imprese che intendono portare a compimento un'operazione di M&A risultano appartenere a settori correlati²⁹. Infatti, grazie alle risorse/capacità complementari delle due società, è possibile che la società risultante dalla fusione possa beneficiare di vantaggi in termini di minori costi o maggiori ricavi. Supponiamo che un'impresa abbia macchinari altamente tecnologici, ma che non abbia il personale sufficientemente formato o competente per un utilizzo al massimo delle potenzialità delle immobilizzazioni in questione. Sarebbe sufficiente effettuare l'acquisizione di una società con le caratteristiche necessarie in termini di manodopera per ottenere uno sfruttamento massimo delle tecnologie a disposizione. Questo porterebbe ad un efficientamento e una conseguente riduzione del costo di produzione. In una situazione come quella appena delineata si parla di "condivisione del *know how* di produzione".
4. Aumento potere di mercato: Con una fusione o acquisizione una società riuscirebbe ad aumentare, anche in maniera significativa le proprie dimensioni ed ottenere così importanti vantaggi in termini di potere di mercato. Quest'ultimo si ha nel momento in cui un'impresa si trova in posizione dominante in un determinato contesto concorrenziale e il prezzo del bene o servizio erogato eccede sia il ricavo marginale che i costi marginali³⁰. Avere un potere di mercato elevato, diventa un elemento spesso cruciale per molte società. Ovviamente occorre immaginare il potere di mercato come

²⁸ In merito alla trattazione effettuata sulle economie finanziarie e sulle economie di scala, si veda "An Insight Into Mergers & Acquisitions: A Growth Perspective", Kumar Vinod, Priti Sharma, Palgrave Macmillan (2019), I ed., pp.37-38.

²⁹ Per approfondimenti si rimanda a "Finanza aziendale 2: Teoria e pratica della finanza moderna" J. Berk, P. DeMarzo, O. Morresi, D. Venanzi, Pearson (2018), IV ed., p. 184.

³⁰ Per approfondimenti sul tema "potere di mercato" si rimanda a "Il potere di mercato. Come definirlo?" John Fingleton, Il Mulino (1999), Fascicolo 3, pp. 339-383.

un *continuum* di possibilità, ma prendendo in considerazione due scenari estremi, come quello del monopolio (lato consumatore) e del monopsonio³¹ (lato fornitore) ecco che risalta quantomai evidente l'importanza della sinergia in questione. Se, ad esempio, attraverso uno o più operazioni di M&A, una società riuscisse a raggiungere una situazione di monopolio (o quasi), riuscirebbe ad erogare i propri prodotti sul mercato ad un prezzo decisamente superiore in quanto la concorrenza sarebbe pressoché assente e il consumatore non avrebbe alternative di consumo. Un simile ragionamento può essere fatto anche sotto il punto di vista della catena di fornitura. Infatti, raggiungendo una situazione di monopsonio attraverso operazioni di finanza straordinaria, sarebbe possibile "imporre" determinati prezzi al fornitore, in quanto la società risultante dalle fusioni rappresenterebbe un'importante parte (se non la totalità) del fatturato della società fornitrice. In ogni caso, entrambe le situazioni delineate permetterebbero di aumentare la redditività e la ricchezza complessiva per gli azionisti. È doveroso precisare, però, che con la legge del 10 ottobre 1990 n.287 "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato"³², l'AGCM pone di fatto importanti limiti in Italia alle operazioni di finanza straordinaria volte a perseguire la sinergia in questione. Tra i vari articoli della legge, assume sicuramente rilevanza centrale l'art 6 che recita quanto segue: "Nei riguardi delle operazioni di concentrazione soggette a comunicazione ai sensi dell'articolo 16, l'Autorità valuta se comportino la costituzione o il rafforzamento di una posizione dominante sul mercato nazionale in modo da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza. [...] L'Autorità, al termine dell'istruttoria di cui all'articolo 16, comma 4, quando accerti che l'operazione comporta le conseguenze di cui al comma 1, vieta la concentrazione ovvero l'autorizza prescrivendo le misure necessarie ad impedire tali conseguenze". Quindi solamente in seguito all'avvenuta approvazione dell'autorità Garante della Concorrenza e del Mercato potrà essere portata a compimento l'operazione di fusione o acquisizione.

5. Benefici fiscali: Quest'ultima tipologia di sinergia deriva dalla possibilità di ottenere significativi vantaggi in termini di minore tassazione in seguito ad un'operazione di

³¹ Situazione in cui una società ha il controllo integrale sull'acquisto di un determinato bene o servizio. Per approfondimenti: borsaitaliana.it

³² In merito alla normativa "Legge 10 ottobre 1990, n. 287 - Norme per la tutela della concorrenza e del mercato", Gazzetta Ufficiale del 13 ottobre 1990, n. 240, si rimanda al sito agcm.it

M&A. I vantaggi in questione possono essere conseguiti in due modi differenti: una società che risulta presentare significativi utili potrebbe acquisire una società che presenta un risultato in perdita ed effettuare così una compensazione (questo processo permetterebbe di ottenere un significativo risparmio fiscale) oppure potrebbe acquisire una società avente delle indennità di investimento in termini di esenzioni fiscali (perché magari è ai primi anni di attività). In ogni caso, entrambe le situazioni delineate permetterebbero di aumentare la redditività dell'impresa promotrice. Per completezza occorre precisare che il legislatore pone degli importanti limiti alle operazioni di fusione che hanno come unica finalità quella di ottenere un risparmio fiscale e che non hanno altre finalità economico/finanziarie. Nella normativa italiana, a regolamentare questa tipologia di operazioni, intervengono in particolare 2 articoli del TUIR:

L'Art. 172, c.7³³, col quale viene stabilito che solamente le perdite fiscali che presentano particolari caratteristiche possono essere portate in diminuzione del risultato di esercizio della società incorporante. Le caratteristiche in questione sono che può essere effettuata la compensazione solo per la parte delle perdite che non eccede il patrimonio netto (senza tener conto dei versamenti fatti negli ultimi 24 mesi) della società che presenta il risultato di esercizio negativo in questione e che la società incorporata presenti a conto economico ricavi, proventi (derivanti dall'attività caratteristica) e spese di lavoro subordinato superiori al 40% di quelli risultanti in media negli ultimi due esercizi (test di vitalità).

L'art. 84, c.3³⁴, questa norma (non vincolante in quanto può essere oggetto di disapplicazione automatica al verificarsi di particolari condizioni o attraverso istanza di appello) considera elusivo il riporto delle perdite fiscali nel caso in cui si dovesse verificare contemporaneamente che "la maggioranza delle partecipazioni aventi diritto di voto nelle assemblee ordinarie del soggetto che riporta le perdite venga trasferita o comunque acquisita da terzi, anche a titolo temporaneo e, inoltre, venga modificata l'attività principale in fatto esercitata nei periodi d'imposta in cui le perdite sono state

³³ Per approfondimenti sull'articolo 172 Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), D.P.R. 22 dicembre 1986, n.917, si veda normattiva.it

³⁴ Per approfondimenti sull'articolo 84 Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), D.P.R. 22 dicembre 1986, n.917 si veda normattiva.it

realizzate”. Non sempre, quindi, è possibile promuovere operazioni di M&A esclusivamente per cercare di ottenere la sinergia in questione.

Tornando alla valutazione della società *target* e al valore assunto dall’operazione di fusione nel suo complesso, risulta adesso evidente la correlazione positiva che intercorre tra la sinergia e il valore della società bersaglio o dell’operazione in generale: maggiori sono i vantaggi sinergici derivanti dall’integrazione delle società partecipanti alla fusione e maggiore sarà il valore della società bersaglio nel suo complesso. Risulta altresì spiegata la motivazione tale per cui spesso i promotori di un’operazione di M&A sono disposti a pagare un corposo premio di acquisizione. Infatti, oltre al valore economico/finanziario effettivo o potenziale della società (valore *stand alone*) che intendono acquisire, nel processo valutativo viene considerato anche l’impatto delle sinergie, le quali (se correttamente valutate) permettono di portare a compimento un’operazione a VAN positivo per gli acquirenti.

Prendere in considerazione solo il valore *stand alone* della società *target* e le sinergie, però, porterebbe a commettere un grave errore. Nella maggior parte dei casi, infatti, le operazioni di fusione e acquisizione presentano anche rilevanti costi che, se non considerati, possono portare a valutazioni errate e alla conclusione di operazioni non profittevoli per i promotori. Nel prossimo paragrafo la trattazione completa del tema in questione.

1.4 I costi di integrazione

Oltre, quindi, ad una corretta valutazione delle sinergie, risulta essere di fondamentale importanza anche tenere in considerazione tutti i costi che possono essere ricondotti ad un’operazione di fusione o acquisizione. I promotori di un’operazione di M&A, per completare con successo l’investimento, devono sostenere dei costi che riguardano in senso stretto l’acquisizione della società bersaglio. Appare evidente che uno dei costi principali è sicuramente quello riconducibile al prezzo complessivo del pacchetto azionario che hanno intenzione di acquisire. Infatti, l’importo economico da corrispondere agli azionisti della società *target*, nella maggior parte dei casi, è l’uscita più significativa che i *bidders* devono sostenere nell’operazione. Oltre a questa tipologia di spesa, però, gli acquirenti devono sostenere ulteriori costi riguardanti, ad esempio, le commissioni di consulenza, i costi vari relativi all’affare (costi di viaggio, rimborsi, pagamento esperti ecc.), le spese legali e le commissioni di rottura (costi che vengono sostenuti nel momento in cui un’operazione va in porto). Queste spese rientrano nella tipologia dei costi di transazione e sebbene non riguardino direttamente la valutazione della società bersaglio, devono assolutamente essere presi in considerazione per la valutazione del VAN complessivo del progetto.

Mentre la natura delle tipologie di uscite appena descritte risulta essere abbastanza chiara in fase di *pre-deal*, esiste un'ulteriore tipologia di costi che necessita un'attenzione particolare e un'altrettanto meticolosa valutazione. Si fa riferimento, in questo caso, ai costi di integrazione. Quest'ultimi sono rappresentati da tutte quelle spese sostenute dai promotori di un'operazione di M&A per implementare modifiche strutturali alle società partecipanti al *deal* con il fine primario di permettere a quest'ultime di “convivere” in maniera profittevole in un'unica unità aziendale, raggiungendo, quindi, anche la corretta valorizzazione delle sinergie.

Supponiamo che una società operante nel settore dell'abbigliamento decida di acquisire il proprio fornitore, effettuando così una vera e propria integrazione verticale e supponiamo che la *ratio* alla base dell'operazione, sia proprio quella di poter raggiungere vantaggi sinergici derivanti da economie di scala. In una situazione come quella appena delineata, tutti i costi sostenuti per consolidare e centralizzare la catena di fornitura rientrano proprio nei costi di integrazione. Quest'ultimi possono, quindi, riguardare tutte le modifiche sostenute, ad esempio, in termini di macchinari, tecnologie impiegate, risorse umane e logistica. In generale, i costi di integrazione sono tra i più vari: possono riguardare tutte le funzioni aziendali o solo una parte di esse, possono essere diversi da impresa e impresa e da settore a settore.

La caratteristica che li accomuna tutti, però, è la loro importanza nelle operazioni di M&A. Un recente sondaggio di Ernst and Young³⁵ ha esaminato più di 70 accordi di fusioni ed acquisizioni tra società quotate per un valore complessivo di 1 miliardo di dollari. I costi di integrazione dichiarati pubblicamente risultavano oscillare tra un valore di 4 milioni ad un valore di 3,8 miliardi. Nonostante, ogni *deal* differisse l'un con l'altro per caratteristiche uniche e peculiarità, il sondaggio in questione ha permesso di trarre quattro importanti conclusioni in merito ai costi di integrazione:

1. Correlazione positiva tra sinergie ottenute e costi di integrazione sostenuti: è stato dimostrato che le società che hanno speso di più in termini di costi di integrazione sono quelle che hanno ottenuto risultati oltre le aspettative in termini di obiettivi sinergici raggiunti. Queste società hanno sostenuto costi in media l'80% superiori rispetto a quelle che non sono state in grado di raggiungere i propri obiettivi.
2. Costi di fine rapporto (dipendenti), chiusura impianti, uffici o immobili e modifiche sistema IT rappresentano i costi di integrazione più comuni: i costi di fine rapporto per i dipendenti (come diretta conseguenza dei licenziamenti) rappresentano, secondo la

³⁵ Per approfondimenti consultare il report “*Are you giving M&A integration costs the attention they deserve?*”, Bryan Salsberg, Ernst & Young Global Limited (2019), disponibile su ey.com.

ricerca, il 50% dei costi di integrazione, seguiti dalla chiusura o dismissione degli impianti, uffici o immobili e dalle modifiche al sistema IT.

3. Le dimensioni dell'operazione influiscono sui costi di integrazione: Secondo la ricerca i costi di integrazione sono inversamente proporzionali (in termini percentuali) alle dimensioni dell'operazione. In generale i costi in questione assumono un valore compreso tra l'1% e il 7% rispetto al valore dell'operazione nel suo complesso. Le operazioni che presentano un valore complessivo meno significativo però, presentano valori percentuali dei costi di integrazioni maggiori rispetto alle operazioni dall'enorme portata economica. Questo può essere dovuto al fatto che le imprese di maggiori dimensioni oggetto dell'indagine hanno tendenzialmente acquisito concorrenti diretti dalle caratteristiche simili, aspetto che permette di mantenere contenuti i costi di integrazione relativi. Al contrario delle imprese di piccole dimensioni che risultavano, in alcuni casi, produrre prodotti innovativi, rendendo così più difficoltosa l'integrazione.
4. I costi di integrazione variano a seconda del settore: Secondo la ricerca in questione, il settore del consumo è quello che presenta i costi di integrazione più elevati, seguito dal settore dell'assistenza sanitaria dove i costi di integrazione rappresentano il 7,6% dei ricavi della società *target* (questo è probabilmente dovuto agli *standard* qualitativi richiesti dal settore in questione). Il settore delle attività commerciali presenta, nella maggior parte dei casi, costi di integrazione superiori del 6% dei ricavi della società bersaglio mentre quello dell'energia e dei servizi pubblici presenta i costi più bassi di tutti, presentando una mediana del 2,9% sempre in relazione ai proventi della società *target*. Questo potrebbe esser dovuto al fatto che la maggior parte degli M&A nell'ultimo settore citato risultano essere tra società dello stesso distretto industriale e non di sottosettori differenti.

La ricerca, tra le varie evidenze, pone l'attenzione sul rapporto vigente tra sinergie e costi di integrazione mostrando quanto sia importante alla luce della valutazione delle sinergie, tenere in considerazione anche i relativi costi da sostenere per ottenerle. In particolare, i dati mettono in luce due aspetti di fondamentale importanza. Il primo è che all'aumentare degli effetti sinergici ricercati occorre tenere in considerazione spese (in termini di costi di integrazione) comunque significative o quantomeno adeguate (per evitare di incorrere in fallimenti). Il secondo è che nonostante possano essere considerati come un qualcosa di negativo, maggiori sono i costi di integrazione, maggiori sono le possibilità di ottenere le sinergie ricercate o addirittura di superare le aspettative.

Ecco che risulta essere doveroso tornare a parlare della valutazione della società bersaglio e trarre conclusioni sull'impatto che i costi di integrazione hanno nel processo valutativo. Anche in questo caso una corretta valutazione dei costi di integrazione è di primaria importanza e risulta essere uno degli aspetti più importanti da tenere in considerazione (e da tracciare) nel piano di integrazione³⁶. Questo perché, in *primis*, è evidente che maggiori sono i costi di integrazione e minore sarà il valore attribuibile alla società *target* o comunque il prezzo che i promotori saranno disposti a pagare per effettuare l'acquisizione (questo perché con costi di integrazione troppo elevati e con il pagamento di un premio di acquisizione significativo c'è il rischio di portare il VAN complessivo a zero se non sotto). In *secundis*, perché un'errata valutazione delle spese in questione porterebbe comunque ad un'operazione fallimentare per i promotori, soprattutto se sottostimate. Considerando, infatti, i costi di integrazione inferiori rispetto al loro effettivo valore, si correrebbe il rischio o di non raggiungere le sinergie ricercate o, per raggiungerle, di dover sostenere un esborso significativo e decisamente maggiore rispetto a quello previsto. In entrambi i casi l'operazione per i *bidders* potrebbe arrivare ad avere un VAN negativo e pertanto risulterebbe essere fallimentare.

In conclusione, che si faccia riferimento alle sinergie o ai costi di integrazione, la corretta valutazione di quest'ultimi risulta essere la base fondamentale su cui fondare una corretta valutazione della società bersaglio e dell'operazione di M&A in generale.

1.5 Valutazione d'azienda

Dopo aver analizzato l'importanza della valutazione d'azienda in merito alle operazioni di M&A e dopo aver approfondito gli aspetti principali che impattano su quest'ultima, è opportuno approfondire che cosa s'intenda effettivamente per valutazione d'azienda. Una definizione da tenere in considerazione è quella fornita da Miles³⁷: "Una valutazione è un'opinione sul valore, solitamente per iscritto, oppure è il processo di stima del costo o del valore di un bene, di un gruppo di beni o di tutti i beni di un'impresa o di un investimento." Un'altra definizione simile è quella riportata da Chatterjee³⁸ in una sua recente pubblicazione: "La valutazione d'azienda è un atto o un processo volto a valutare il valore dell'impresa, [...] di un titolo o di un bene

³⁶ Si veda in merito "M&A Integration: How to do it. Planning and delivering M&A integration for business success", Danny A. Davis, Wiley (2012), I ed., p. 104.

³⁷ In merito si veda "Basic Business Appraisal" R.C. Miles, John Wiley & Sons (1984), New York, p.4.

³⁸ Chatterjee nel suo lavoro riporta la definizione di "Valutazione d'impresa" presente in The International Glossary of Business Valuation Terms. Per approfondimenti si rimanda a "An illustrated guide to Business Valuation", B.D. Chatterjee, Bloomsbury (2020), II ed., p.4.

immateriale”. La pubblicazione in questione, oltre a cercare di spiegare il significato di valutazione d’impresa, riporta anche le seguenti parole di Damodaran: “La valutazione non è un esercizio oggettivo e tutti i preconcetti e i pregiudizi che un analista apporta al processo troveranno la loro strada nel valore”. Proprio per quanto appena riportato, riuscire a quantificare in maniera assolutamente corretta il valore della società bersaglio è molto complesso. In questa sede il valutatore deve cercare di commettere meno errori possibili e di avvicinarsi in maniera significativa al reale valore della società che intende valutare. In un recente lavoro di ricerca, Miciuła, Kadłubek e Stepień³⁹, hanno evidenziato quanto sia complesso il processo di valutazione sottolineando il fatto che quest’ultimo richiede la conoscenza di molti campi della scienza. Hanno messo in luce, inoltre, il fatto che alcuni specialisti hanno cercato di standardizzare il processo valutativo, ma i risultati ottenuti non hanno fornito un esito positivo. Infatti, l’assenza di regole uniformi e giuridicamente vincolanti sull’utilizzo dei metodi di valutazione e l’enorme eterogeneità delle società bersaglio in termini di forme giuridiche, patrimoni e assetti proprietari non hanno permesso alcun tipo di standardizzazione. Infine, un altro importante contributo fornito dalla letteratura per spiegare la valutazione è quello di Charles M.C. Lee⁴⁰, che in una sua ricerca elenca i cinque punti chiave che descrivono il concetto di valutazione d’azienda:

1. “La valutazione è intrinsecamente prospettica”: l’obiettivo della valutazione è quello di effettuare una stima quanto più precisa del profitto atteso dagli azionisti. Questa attività, si basa quindi su attività valutative prospettiche e soggettive e, visto che, il futuro è incerto, le stime saranno comunque imprecise. Di conseguenza, nonostante l’utilizzo di modelli valutativi sofisticati, nessun approccio valutativo può garantire l’assoluta correttezza del valore calcolato di una società bersaglio. Quindi citando testualmente le parole contenute nella ricerca: “la valutazione è tanto arte quanto scienza”.
2. “Il compito di valutazione è intrinsecamente interdisciplinare”: la valutazione d’azienda non può essere considerata un’attività riguardante esclusivamente la finanza e la contabilità, ma riguarda una moltitudine di discipline tra cui, ad esempio, il marketing, l’economia, la strategia aziendale e il diritto.

³⁹ Per approfondimenti si veda “*Modern Methods of Business Valuation – Case Study and New Concepts*” Ireneusz Miciuła, Marta Kadłubek, Paweł Stepień, Sustainability, MDPI (2020), pp.1-22.

⁴⁰ In merito si veda “*Accounting-based valuation: Impact on business practices and research*”, C.M. Lee, Accounting Horizons (1999), Vol.3, No.4, pp. 413-425.

3. “I sistemi contabili sono cruciali per la valutazione”: infatti molti metodi valutativi si basano sulla contabilità e sui principi contabili. Ad esempio, uno dei metodi valutativi più utilizzati, Il Discounted Cash Flow (DCF)⁴¹, si basa proprio su concetti/applicazioni contabili che permettono di calcolare i profitti futuri per gli azionisti. Inoltre, è proprio grazie alla contabilità che è possibile confrontare la valutazione *ex-ante* con gli effettivi risultati ottenuti *ex-post*.
4. “I modelli di valutazione sono sistemi di contabilità pro forma”: nonostante possa essere implementato l’utilizzo di sistemi valutativi alternativi, quest’ultimi risulteranno semplicemente essere il risultato di sistemi di contabilità alternativi.
5. “L’analisi fondamentale facilita la previsione”: quest’ultimo concetto chiave sottolinea che un’importante attività analitica nei confronti della società *target* permette di effettuare previsioni quanto più accurate. Per questo motivo, in sede di analisi, vengono presi in considerazione bilanci storici e rendiconti finanziari storici e viene studiata la relazione che quest’ultimi possono avere con gli eventi futuri (con particolare attenzione alla qualità degli utili e ad ogni minimo dettaglio che può avere ripercussioni sul processo valutativo).

Tutte le fonti sopra citate forniscono un contributo assolutamente significativo per cercare di spiegare cosa sia la valutazione d’azienda, quali siano gli aspetti principali che la caratterizzano e quanto sia complessa una corretta implementazione pratica della valutazione aziendale.

Nonostante, infatti, le difficoltà in sede valutativa risultino essere molteplici, avere ben chiaro quali attività svolgere, come svolgerle, in che stadio di vita risulti essere la società *target* e quali aspetti giuridici occorre tenere in considerazione, può sicuramente rendere meno difficoltosa e più efficace la valutazione. Nei prossimi paragrafi, infatti, verranno approfonditi il concetto di processo valutativo, come la valutazione d’azienda possa variare in base alla fase della vita della società bersaglio e gli aspetti giuridici riguardanti proprio la valutazione.

1.5.1 Le fasi del processo valutativo

Il processo di valutazione d’azienda è caratterizzato da una moltitudine di attività, consequenziali l’una all’altra, che hanno il fine ultimo di determinare il valore della società bersaglio. Questo processo di stima non è assolutamente da confondere con il processo di

⁴¹ Per la trattazione completa della metodologia valutativa in questione si rimanda al capitolo 2, paragrafo 2.3.1.

M&A⁴², ma risulta essere parte integrante di quest'ultimo. Le principali fasi che caratterizzano il processo di valutazione d'azienda sono le seguenti⁴³:

1. Comprensione delle motivazioni alla base della valutazione
2. Esplicitazione degli obiettivi di valutazione
3. Ricerca e analisi delle informazioni
4. Scelta e implementazione del metodo valutativo
5. Determinazione del valore e stesura relazione

Con riferimento al primo punto, le valutazioni d'azienda possono avvenire per le motivazioni più disparate e capire per quale ragione il valutatore deve cercare di stimare il valore di una società è il primo passo da seguire per iniziare correttamente il processo valutativo. Le ragioni per le quali viene effettuata la valutazione di un'impresa possono essere o non essere indispensabili in termini legali o regolamentari. Ad esempio, nel caso specifico delle operazioni di finanza straordinaria come M&A, scissioni, cessioni di rami d'azienda o quotazioni di società in mercati regolamentati, la valutazione risulta essere un requisito indispensabile⁴⁴. Pari necessità è fondamentale anche per le società che intendono effettuare una trasformazione e passare da essere una società di persone a una di capitali (art. 2343 bis c.c.). Nei casi appena descritti la valutazione è determinante per stabilire il valore/rapporto di cambio, la quantità di azioni o quote da assegnare e il prezzo di emissione (nel caso di aumenti di capitale). Risultano essere valutazioni discrezionali, invece, quelle effettuate dalle società, ad esempio, per stabilire piani retributivi del personale dipendente basati su incentivi legati ad esempio alla creazione del valore. In questi casi, il processo di stima del valore è da considerarsi esclusivamente come una libera scelta strategica.

Dopo aver chiarito il contesto e le motivazioni che spingono il valutatore ad intraprendere il processo valutativo, occorre stabilire adeguatamente gli obiettivi da perseguire (punto 2 del processo). Per obiettivi si intendono le finalità che spingono il valutatore a stimare il valore di una società. Ovviamente, suddette finalità, variano al variare degli attori che decidono di

⁴² Il processo di M&A è caratterizzato dalle seguenti fasi: *targeting*, contatti e attività preliminari, offerte non vincolanti (*non binding offers*), selezione delle controparti, stipula della lettera di intenti, *due diligence* in ogni sua declinazione e negoziazione. Il processo termina con il *closing*, che avviene dopo la firma del contratto che vincola le parti a completare l'operazione e dopo il *financing*.

⁴³ In merito si veda “*Elementi di Finanza Aziendale e Risk Management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*”, A. Damodaran, O. Roggi, Maggioli Editore (2016), IV ed., pp. 284-289.

⁴⁴ La trattazione completa degli aspetti giuridici riguardanti l'operazione di M&A è presente nel paragrafo 1.5.3 a cui si rimanda per approfondimenti.

intraprendere il processo valutativo. Infatti, in un'operazione di M&A, *management*, proprietà e finanziatori dell'impresa promotrice dell'operazione hanno come obiettivo quello di creare valore e di riuscire a realizzare un progetto di investimento a VAN positivo. Gli attori in questione avranno quindi tutta l'intenzione di stimare un adeguato prezzo di mercato della società *target*. Per fare questo, un corretto processo valutativo, diventa un elemento di primaria importanza, come è stato sottolineato nel paragrafo 1.1 (a cui rimandiamo). Occorre considerare però, altri attori interessati al processo valutativo con obiettivi differenti. Ad esempio, tutti gli altri *stakeholders* (come clienti e fornitori) in certe circostanze hanno tutto l'interesse di stimare il valore di una società, con l'obiettivo di capire quale sia la capacità di quest'ultima di adempiere agli impegni commerciali assunti. Anche i concorrenti possono avere interesse nel valutare un'impresa appartenente quindi al medesimo settore, con l'obiettivo di effettuare operazioni di crescita per via esterna (in questo caso di integrazione orizzontale) o solamente per valutare in maniera approfondita da dove provenga il vantaggio competitivo della società in questione. Infine, ulteriori attori che possono essere interessati alla valutazione aziendale sono le pubbliche amministrazioni e le forze sindacali. Le prime con il fine ultimo di migliorare le condizioni lavorative, le seconde con l'obiettivo di far crescere l'economia. In ogni caso, un aspetto da tenere assolutamente in considerazione, è il fatto che il valutatore può essere sia interno (*insider*) che esterno (*outsider*). Nel primo caso potrebbe, ad esempio, essere un dipendente dell'impresa che avrebbe quindi accesso ad un maggior numero di informazioni. Nel secondo caso potrebbe essere un consulente avente accesso, però, solo ad informazioni sulla società da valutare prettamente pubbliche. Anche se negli anni (soprattutto per quanto riguarda le società quotate) si è venuta a creare una maggiore trasparenza informativa, il valutatore "*insider*" rimane comunque avvantaggiato nel processo di stima e di conseguenza la sua valutazione presenta un maggiore grado di attendibilità e accuratezza.

Un'altra fase cruciale del processo valutativo risulta essere quella riguardante la ricerca, raccolta ed infine analisi delle informazioni. Ovviamente migliore risulta essere il lavoro svolto in questa circostanza e la qualità delle informazioni e minore sarà la possibilità di effettuare valutazioni distorte da *bias*. I dati raccolti possono essere di due tipologie: dati primari e dati secondari. Per dati primari si intendono tutte quelle informazioni che possono essere reperite dalla società stessa. Rientrano in questa tipologia le informazioni in merito alla storia aziendale, informazioni sul *business* e informazioni riguardanti aspetti contabili. Sicuramente le informazioni riguardanti la storia aziendale sono fondamentali per capire in profondità l'organizzazione e tutte le regole tacite che la caratterizzano. Occorre tuttavia precisare che, per una corretta valutazione, le informazioni fondamentali sono quelle riguardanti il *business* e i

documenti contabili. Infatti, è proprio grazie alla raccolta e successiva analisi del piano industriale, dei *business plan* prospettici, dell'ultimo bilancio di esercizio disponibile, del rendiconto finanziario, della nota integrativa e della successiva analisi di quest'ultimi che è possibile capire effettivamente lo stato di salute della società *target*. Ovviamente in base al metodo di valutazione scelto ed utilizzato, le informazioni (soprattutto quelle contabili) dovranno adeguatamente essere scelte e riclassificate (per esempio con una valutazione basata sul metodo del *Discounted Cash flow* diventa fondamentale acquisire i documenti finanziari prospettici come il reddito atteso futuro o il FCFE e FCFF). Per dati secondari, invece, si intendono tutte quelle informazioni che non sono raccolte direttamente dalla società, ma che risultano essere esterne, pubbliche. Queste informazioni riguardano principalmente aspetti macroeconomici che possono influenzare l'operato della società e il contesto settoriale in cui quest'ultima opera. Rientrano in questa tipologia di informazioni, ad esempio, le caratteristiche delle società concorrenti e quanto risulta essere tecnologicamente avanzato il settore di riferimento. Ovviamente le informazioni possono essere sia effettive che prospettiche.

Una volta raccolte ed elaborate tutte le informazioni, si passa a quella che può essere considerata la fase centrale (e probabilmente la più importante) del processo valutativo, ovvero quella in cui viene stabilito quale metodo di stima della società bersaglio da utilizzare e come implementarlo (punto 4). È doveroso specificare che non è obbligatorio utilizzare esclusivamente un metodo, anzi, spesso è preferibile utilizzarne più di uno in maniera indipendente cosicché sia possibile verificare che il risultato della stima converga in un unico valore o comunque in un intervallo di valori sufficientemente attendibile. In ogni caso, in base alle caratteristiche della società bersaglio, al contesto settoriale e alle finalità dell'operazione, il valutatore può decidere quale metodo valutativo utilizzare. Esistono molteplici metodologie di valutazione la cui trattazione completa è presente nel capitolo 2 (a cui si rimanda per approfondimenti). Qualunque sia il metodo scelto, questo rientrerà in una delle seguenti tipologie: metodo diretto (la cui valutazione si basa su aspetti economici, patrimoniali e finanziari, attuali o prospettici, della società bersaglio), metodo indiretto (valutazione effettuata indirettamente attraverso, ad esempio, la comparazione con società concorrenti che possono essere considerate simili) ed infine metodo misto (valutazione effettuata con una pluralità di metodi).

Una volta ottenuti i risultati dal modello o dai modelli valutativi utilizzati sarà possibile accedere all'ultima fase del processo di valutazione (punto 5), ovvero quella riguardante la determinazione del valore ultimo della società bersaglio. Per calcolarlo, occorre effettuare il

cosiddetto *Sanity check*⁴⁵. Questa attività consiste nel verificare se i valori ottenuti utilizzando i metodi valutativi diretti risultano avvicinarsi a quelli ottenuti da una valutazione relativa o indiretta. Nel caso in cui i risultati dovessero discostarsi non di molto si otterrebbe un *range* di valori abbastanza attendibile entro il quale stabilire una stima finale della società bersaglio. Nel caso contrario occorrerebbe invece investigare e capire come mai risulta esserci una divergenza significativa. Una volta ottenuto il valore finale, viene redatta la relazione di valutazione, la quale fornisce indicazioni in merito al soggetto che ha effettuato la valutazione, all'affidabilità delle informazioni raccolte, ai metodi valutativi utilizzati e all'approccio utilizzato dal valutatore (in termini di soggettività impiegata e di *assumptions* effettuate preliminarmente).

1.5.2 La valutazione in base alla fase di vita in cui si trova l'azienda

Un aspetto chiave da considerare, in relazione al processo valutativo, è la fase di vita in cui si trova l'impresa *target*. Infatti, la società oggetto di valutazione si può trovare in situazioni più o meno di stabilità o di vero e proprio mutamento. La differente combinazione di strategie adottate, metodi di gestione e variabili strutturali portano a collocare le società in differenti stadi di vita, i quali vanno inevitabilmente a condizionare il processo valutativo stesso⁴⁶. Le società, infatti, possono trovarsi in una delle seguenti fasi di vita:

1. Fase di mantenimento: in questa fase, la società presenta delle caratteristiche che riconducono ad una sostanziale stabilità. Questo non esclude assolutamente il fatto che si possano verificare dei cambiamenti, che, tuttavia, non avrebbero un'incidenza significativa sull'assetto dell'impresa. Le scelte strategiche, il metodo di gestione e le caratteristiche strutturali rimangono quindi pressoché invariate. In questo stadio di vita risultano essere invariati anche gli aspetti patrimoniali, economici e finanziari della società. In particolare, le strutture di costo e di ricavo, di entrata e di uscita, di CCN operativo, la struttura dei fondi per rischi e oneri, il capitale investito e il patrimonio netto sono caratterizzati da traiettorie costanti.

⁴⁵ Il concetto di *Sanity check* è stato introdotto da Guatri nel 1998. Successivamente, lo stesso autore, ha introdotto un concetto molto simile chiamato Giudizio Integrato di Valutazione (GIV), il quale suggerisce, in sostanza, di utilizzare più metodologie valutative per stimare il valore di una società. Per la trattazione completa e per riferimenti si rimanda al capitolo 2, paragrafo 2.1.

⁴⁶ Per la trattazione completa riguardante la valutazione d'impresa in relazione a specifici momenti di vita si rimanda a “*Manuale di valutazione d'azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*”, Silvano Corbella, McGraw Hill (2020), pp. 4-29.

2. Fase di crescita: in questa fase, a differenza di quella descritta precedentemente, la società presenta tutte le caratteristiche, in termini di strategie adottate, aspetti gestionali e caratteristiche strutturali di un'entità che sta intraprendendo un'attività di sviluppo. Occorre precisare che la crescita in questione può assumere connotazioni differenti. Infatti, l'impresa potrebbe presentare tutte le condizioni per uno sviluppo dei ricavi mantenendo però inalterati il modello di *business*, i prodotti erogati e i mercati presidiati. Al contrario, potrebbe accompagnare la crescita dei ricavi con l'erogazione di nuove linee di prodotto o con l'entrata in nuovi mercati, lasciando inalterato il modello di *business*. Le modalità con le quali un'impresa può intraprendere un processo di sviluppo, quindi, sono molteplici. Sotto un punto di vista economico, patrimoniale e finanziario, in questa fase, le strutture di costo e di ricavo, di entrata e di uscita, di CCN operativo, la struttura dei fondi per rischi e oneri, il capitale investito e il patrimonio netto sono caratterizzati da traiettorie di crescita con durata e dimensione variabili.
3. Fase di decrescita: in questo stadio di vita, le imprese possono presentare caratteristiche eterogenee, accomunate, però, da un sostanziale declino. L'impresa evidenzia, tendenzialmente, una forte e prolungata riduzione dei ricavi, accompagnata da pessime *performance* finanziarie. Le cause che portano una società a trovarsi in una situazione di crisi sono da ricercare nella possibile riduzione delle vendite, nella riduzione delle quote di mercato oppure in criticità riguardanti il singolo *business* o l'intero portafoglio. Indipendentemente dalla causa, una prolungata situazione di crisi ha effetti estremamente negativi sulle scelte strategiche, gestionali e sulle caratteristiche strutturali dell'impresa con conseguente riduzione del valore economico o addirittura distruzione di valore economico. Le strutture di costo e di ricavo, di entrata e di uscita, di CCN operativo, la struttura dei fondi per rischi e oneri, il capitale investito e il patrimonio netto sono caratterizzati da traiettorie di trasformazione, sia per dimensione che per composizione. In ogni caso, la trasformazione in questione, presenta caratteristiche di sostanziale decrescita. Anche questa fase, come le precedenti, presenta dimensioni e durata variabili.
4. Fase di cambiamento radicale: mentre le fasi descritte precedentemente sono tipiche del classico ciclo di vita di un'impresa, questa fase risulta essere differente. Infatti, in questa circostanza, l'impresa evidenzia un mutamento significativo in termini di scelte strategiche, gestionali e caratteristiche strutturali. Questo mutamento può essere perseguito in modi differenti: attraverso interventi di riconfigurazione strategica, ristrutturazione del portafoglio di *business*, modifica di aspetti strutturali (attraverso operazioni di M&A ad esempio), interventi di risanamento, di riorganizzazione o di razionalizzazione. In questa

situazione la società segue un processo di cambiamento che può coinvolgere l'impresa a 360° oppure solo una parte di essa, con ripercussioni, però su tutti gli aspetti economici, patrimoniali e finanziari. Infatti, le strutture di costo e di ricavo, di entrata e di uscita, di CCN operativo, la struttura dei fondi per rischi e oneri, il capitale investito e il patrimonio netto sono oggetto del processo di trasformazione intrapreso dalla società in questa fase.

Attraverso quindi una corretta raccolta e successiva analisi delle informazioni, un bravo valutatore, dovrebbe cercare di capire in quale momento della vita si trova l'impresa bersaglio. Questa attività risulta essere di primaria importanza perché, come abbiamo visto, in base alla situazione in cui si trova la società oggetto di valutazione, cambiano in maniera significativa anche le sue caratteristiche e il valore che può essere attribuito a quest'ultima. La differente fase di vita in cui si trova l'impresa condiziona fortemente anche il metodo valutativo utilizzato. Nelle prossime righe verrà quindi approfondito l'approccio da utilizzare per effettuare una corretta valutazione di una società bersaglio in base al momento di vita in cui si trova quest'ultima. L'approccio in questione si basa su determinate scelte metodologiche. Di seguito sono riportate le linee d'azione riguardanti il processo valutativo in particolari momenti di vita. Le principali sono le seguenti⁴⁷:

1. Valore e sue configurazioni alla base della valutazione economica: stabilire il significato assunto dal concetto "valore" che si ha intenzione di determinare.
2. Approcci e impostazioni alla base della valutazione economica: definire questo aspetto è di primaria importanza. Infatti, tra i due principali approcci che possono essere utilizzati, *asset side* ed *equity side*⁴⁸, il più idoneo risulta essere l'*asset side*. Questo perché, in *primis*, con l'approccio *asset side* è possibile scomporre in singole parti l'impresa e possono essere prese decisioni differenti in termini negoziali proprio su singoli *asset*, in *secundis*, perché questa tipologia di approccio agevola i calcoli da effettuare in sede di valutazione in relazione, soprattutto, alla determinazione delle stime.
3. Metodi di valutazione alla base della valutazione economica: tendenzialmente viene privilegiato l'utilizzo dei metodi basati sui flussi di risultato prospettici scontati

⁴⁷ Le linee d'azione sono state teorizzate da Comuzzi (2015) e riportate da Silvano Corbella in "Manuale di valutazione d'azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali". Per riferimenti vedere nota (a piè di pagina) precedente.

⁴⁸ Per approfondimenti sulle differenze tra i due approcci, si rimanda alla trattazione completa effettuata nel capitolo 2, paragrafo 2.3.1 con riferimento alla spiegazione dei vari modelli valutativi finanziari.

(principalmente *Discounted cash Flow Method*, ma anche metodo reddituale e misto) per quantificare gli assetti di natura strategica, gestionale e strutturale (SGS) del *business* principale, mentre per gli aspetti meramente strutturali (S) del *business* vengono utilizzati altri metodi, come quelli patrimoniale e misto.

In questo caso quindi gli assetti SGS sono quelli che risultano essere influenzati dalla trasformazione che, in uno specifico momento, sta compiendo l'impresa in questione, mentre gli aspetti meramente strutturali non vengono in alcun modo influenzati dal cambiamento. Questa distinzione è di fondamentale importanza, perché permette di utilizzare il corretto approccio valutativo a seconda di quello che è l'obiettivo della valutazione.

4. Tecnicismi e costruzioni alla base della valutazione economica: un altro aspetto da tenere in considerazione, soprattutto in condizioni particolari di cambiamento, è la possibilità di passare da una valutazione basata sull'*Enterprise Value* complessivo, ad una valutazione che si fonda sull'*Enterprise Value* come somma di parti⁴⁹. Inoltre, sempre per tenere conto del cambiamento che sta affrontando una specifica società, in certi casi è doveroso considerare anche un approccio valutativo a più stadi o fasce temporali specifiche, così da catturare i cambiamenti che sono in corso e, conseguentemente, adeguare le stime sui flussi e sui tassi.
5. Tecnicismi e stime: infine, per stimare correttamente tassi e flussi di risultato, occorre considerare le particolarità dell'impresa, le caratteristiche (spesso complesse), il contesto economico-ambientale in cui si trova e, ovviamente, la fase di vita che sta attraversando. Per prendere in esame tutti gli aspetti appena citati occorre basare il processo di stima su modelli statistici che considerino, adeguatamente, i differenti scenari che possono riguardare la società oggetto di valutazione.

Per poter seguire correttamente le linee d'azione appena descritte ed impostare un appropriato processo di valutazione, che consideri adeguatamente la fase di vita in cui si trova la società, è necessario che il valutatore intercetti i caratteri distintivi dell'impresa e l'evoluzione di quest'ultimi. La trasformazione in questione, però, non sempre è facile da interpretare in quanto le traiettorie di crescita o declino che segue un'impresa non sempre sono forti e ben visibili. In riferimento a quanto appena riportato, si viene a creare un problema significativo in termini di

⁴⁹ La valutazione dell'*Enterprise Value* come somma di parti, a differenza di quella complessiva, permette di scomporre il calcolo sottostante alla valutazione e di stimare individualmente il valore dei singoli *business* di una determinata società garantendo maggiore precisione.

percezione. Inoltre, anche nel caso in cui il valutatore riesca a percepire correttamente il cambiamento e riesca ad intercettare la fase di vita che sta attraversando l'impresa, possono essere comunque riscontrate delle problematiche nella raccolta e successiva analisi delle informazioni. Per evitare quanto appena descritto, il valutatore deve prestare attenzione all'ampiezza dell'asse temporale utilizzato, alla profondità delle analisi effettuate e ad eventuali limitazioni alle informazioni che possono essere raccolte. Questi fattori impattano significativamente sulla valutazione di un'impresa in generale, ma diventano ancora più determinanti quando si vuole intraprendere un processo valutativo che tenga in considerazione la specifica fase di vita in cui si trova la società.

1.5.3 Aspetti giuridici nella valutazione delle operazioni di fusione e di LBO

Un tema assolutamente rilevante in merito alla valutazione delle operazioni straordinarie è sicuramente quello riguardante gli aspetti giuridici che le regolamentano. L'analisi ha tutta l'intenzione di concentrarsi su ciò che il legislatore italiano preveda in merito alle fusioni e al LBO⁵⁰, approfondendo, anche, come la normativa influenzi la valutazione economica dell'impresa in queste tipologie di operazioni. Il Codice civile presenta una significativa trattazione del tema in questione negli articoli 2501, 2501 *bis*, 2501 *ter* e 2501 *sexies* c.c.

Nell'articolo 2501 c.c. viene riportato quanto segue⁵¹: “La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre. La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo”. La *ratio* dell'articolo è quella di permettere alle società di fondersi e di poter quindi effettuare una crescita in termini dimensionali e competitivi evitando la creazione di un'impresa *ex novo* per perseguire le medesime finalità. L'articolo sottolinea la possibilità di effettuare una fusione in due modi differenti: mediante la costituzione di una nuova società e con l'estinzione delle società precedenti (fusione in senso stretto o propria) oppure mediante l'incorporazione di una società nell'altra o nelle altre con l'estinzione di tutte le società partecipanti all'operazione tranne di una (fusione per incorporazione o impropria). Un ultimo aspetto da tenere in considerazione è che, nel caso della fusione, le quote o azioni dell'impresa risultate dall'operazione straordinaria vengono assegnate ai soci, a

⁵⁰ Con il termine LBO si intende le operazioni di *Leveraged buyout* che sono particolari tipologie di fusione in cui viene fatto ricorso alla leva finanziaria (sostanzialmente all'indebitamento) per completare l'unione tra due società.

⁵¹ In merito si veda l'articolo 2501 c.c. (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262) su normattiva.it

differenza di quanto avviene, ad esempio, nel conferimento di azienda. Ricapitolando, quindi, l'articolo 2501 c.c. descrive in quale modo può avvenire una fusione e sotto quali condizioni. Prendendo adesso in considerazione l'articolo 2501 *sexies* è possibile approfondire un tema assolutamente rilevante per il processo valutativo della società bersaglio, ovvero la relazione degli esperti. Proprio in quest'ultima viene stabilito il valore di scambio attraverso la determinazione del rapporto di cambio. Al comma 1 e 2 dell'articolo in questione viene riportato quanto segue⁵²: “Uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione. La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato”. La *ratio* sottostante la relazione degli esperti è quella di ottenere un parere neutrale in merito all'operazione di fusione, che abbia portata informativa nei confronti dei soci e di terzi. Gli esperti, infatti, non determinano il rapporto di cambio (questa attività è compito esclusivo dell'organo amministrativo), ma forniscono, su quest'ultimo, un parere indipendente e non vincolante. Agli esperti spetta anche il compito di redigere una relazione di stima del patrimonio della società. Infine, nei commi successivi ai primi due dell'articolo 2501 *sexies*, vengono delineate le modalità attraverso le quali vengono designati dal tribunale i valutatori esperti. Risulta pertanto evidente che le modalità attraverso le quali viene stabilito il rapporto di cambio citato nell'articolo, hanno delle ripercussioni significative nel processo valutativo della società bersaglio. Il rapporto in questione rappresenta il numero di azioni o di quote della società che ha effettuato l'incorporazione o l'acquisizione che devono essere corrisposte per ogni azione o quota della società che è stata acquisita o incorporata. il rapporto di cambio può essere calcolato come segue⁵³:

$$RDC = \left[\frac{W_B}{W_A} \right] \times \left[\frac{n_A}{n_B} \right]$$

Dove RDC risulta essere il rapporto di concambio (quantità di azioni della società A che devono essere attribuite ai soci della società B in relazione alle azioni che detenevano nella società

⁵² Per approfondimenti si veda l'articolo 2501 *sexies* (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262) su normattiva.it

⁵³ In merito si veda “*Manuale di valutazione d'azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*”, Silvano Corbella, McGraw Hill (2020), pp. 49-59.

incorporata), W_A il valore economico del capitale della società risultante dall'incorporazione, W_B il valore economico del capitale della società che è stata incorporata,

n_A il numero di azioni in cui era suddiviso il capitale della società A prima della fusione e n_B il numero di azioni in cui era suddiviso il capitale della società B prima della fusione.

Analizzando la formula appena riportata, la quale non tiene conto di interessenze e sinergie⁵⁴ tra la società A e la Società B, è possibile constatare come il rapporto tra il valore economico del capitale delle due società protagoniste dell'operazione assuma una rilevanza centrale nel calcolo. Quanto appena affermato ci permette di trarre due importanti conclusioni su quale approccio dev'essere utilizzato in sede di valutazione: in *primis*, occorre fondare il processo valutativo su una metodologia che permetta di effettuare una valutazione assoluta delle società, in *secundis* che questa metodologia risulti essere omogenea e permetta di comparare i valori delle due società in sede di calcolo. Entrando nello specifico, la dottrina, in queste circostanze, risulta essere favorevole all'utilizzo di metodologie basate sull'attualizzazione dei flussi di risultato (DCF, flussi reddituali o dividendi) e all'utilizzo di metodologie di tipo misto (patrimoniale-reddituale). Ovviamente, indipendentemente dal metodo utilizzato, occorre sempre tenere in considerazione il concetto di omogeneità (precedentemente descritto) e quindi, ad esempio, fondare la stima dei tassi o degli stessi flussi su criteri che possano essere presi in considerazione per il calcolo del valore di entrambe le società. Quello che, invece, la prassi e la dottrina escludono, è una valutazione basata esclusivamente su metodi relativi (es. valutazione con metodo dei multipli). Questo approccio non permetterebbe di stimare correttamente il valore economico delle società protagoniste dell'operazione visto che il valore ottenuto non sarebbe assoluto, ma relativo e fornirebbe quindi un valore probabile delle società, non fondato, su valori di flusso o di *stock* effettivi delle società. Piuttosto è consigliabile utilizzare più metodi ed integrare la valutazione assoluta con valutazioni relative così da confermare ulteriormente l'affidabilità del valore finale calcolato.

Nell'articolo 2501 *bis* c.c. viene posta l'attenzione su una particolare operazione di fusione: il *leveraged buyout* (LBO). Questa operazione di finanza straordinaria è caratterizzata dalla

⁵⁴ Nel caso in cui i potenziali benefici sinergici vengano presi in considerazione nel rapporto di concambio, la formula di riferimento sarà la seguente: $RDC = \{[W_B + p_s(W_{B+A+S} - W_{B+A})]/n_B\}/(W_A/n_A)$ dove W_{B+A+S} rappresenta il valore dell'impresa risultante dalla fusione tra A e B considerando anche le sinergie (S), W_{B+A} il valore risultante dalla somma di A e B in termini *stand alone* e p_s risulta essere il fattore con cui vengono ponderate le sinergie.

creazione, da parte dei soggetti promotori dell'operazione, di una *newco*, che ha il compito di reperire le risorse finanziarie (principalmente sottoforma di debito) che serviranno per acquisire la società bersaglio. In questo caso si parla di acquisizioni attraverso leva finanziaria e come garanzia dei finanziamenti raccolti attraverso la *newco*, vengono utilizzati proprio gli *asset* (tutti o in parte) della società *target*. Una volta terminata la fusione tra la *newco* e la società bersaglio, i prestatori di capitale potranno essere rimborsati, o con i proventi derivanti dalla corretta gestione della società risultante dall'operazione, o con l'alienazione di alcuni *asset* o rami d'azienda della nuova impresa. Entrando nel merito del contenuto dell'articolo 2501 *bis*, ai fini del lavoro di tesi, assumono particolare rilevanza i commi 2, 3 e 4. Nello specifico il secondo comma riporta quanto segue⁵⁵: “Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501 *ter* deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione”. Vista la particolarità dell'operazione, il progetto di fusione oltre a dover rispettare gli adempimenti previsti dall'art. 2501 *ter* c.c. deve anche mettere in luce le risorse finanziarie che saranno utilizzate per ripagare i prestatori di capitale. Non solo, l'articolo prosegue con il terzo comma che sottolinea: “La relazione di cui all'articolo 2501 *quinquies* deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere”. Oltre al progetto di fusione, quindi, anche la relazione dell'organo amministrativo presenta delle condizioni molto più stringenti da dover rispettare rispetto ad una fusione in cui non viene fatto ricorso all'indebitamento. Ovviamente il legislatore pone particolare attenzione a questa tipologia di operazioni proprio per tutelare i terzi. Infine, il quarto comma dell'articolo afferma: “La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501 *sexies*, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma”. Dopo aver rimandato all'articolo 2501 *sexies* (precedentemente analizzato) il legislatore introduce un ulteriore adempimento. Infatti, la relazione degli esperti dovrà attestare anche la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. Occorre quindi precisare che, sostanzialmente, le considerazioni fatte in precedenza, in merito alla relazione di stima e al calcolo del rapporto di concambio in un normale processo di fusione, valgono anche per le operazioni di *Leveraged Buyout*. È opportuno, però, effettuare alcune integrazioni vista l'attenzione che il legislatore riserva a questa operazione di finanza straordinaria e vista la particolarità di quest'ultima. Innanzitutto,

⁵⁵ In merito si veda l'articolo 2501 *bis* (Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262) su normattiva.it

per attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione occorre che gli esperti valutino adeguatamente le *assumptions* e la capacità della società risultante dall'operazione di ripagare il debito contratto. Questo tipo di valutazione richiede un'attenta analisi di tutti gli aspetti, quantitativi e qualitativi, che sottendono la strategia alla base del LBO come gli aspetti operativi che devono essere implementati, la potenziale capacità dell'impresa di generare dei flussi di risultato positivi e la cadenza temporale con la quale si verificano quest'ultimi. Vista però la complessità e la numerosità delle variabili che riguardano questa tipologia di operazioni è stato definito il piano logico secondo cui un'attestazione di ragionevolezza risulta essere soddisfacente. Infatti, la dottrina riconosce come adeguato, un giudizio di ragionevolezza che segue il seguente schema logico:

1. Analisi della ragionevolezza dei valori economico-finanziari di partenza e delle assunzioni effettuate in merito alla capacità della società risultante dalla fusione di generare flussi di cassa.
2. Verifica dell'effettiva capacità della società risultante dalla fusione di riuscire a ripagare i finanziamenti ottenuti in fase di LBO (attraverso la gestione o con l'alienazione di *asset*). La verifica in questione dev'essere effettuata sulla base dei valori economico-finanziari e dei dati che vengono forniti direttamente dai dirigenti della società in questione.

Infine, occorre sottolineare che, nella stima del rapporto di concambio, non vengono valutati due *business* diversi, ma viene effettuata una valutazione sostanzialmente su un unico *business*, che presenta però delle differenti configurazioni finanziarie. Come nelle fusioni in cui non viene fatto ricorso all'indebitamento, quindi, sarà di fondamentale importanza utilizzare metodi valutativi omogenei, ma è ancor più importante, che questi criteri di stima riescano a sottolineare l'influenza dell'apparato finanziario sul valore dei capitali.

Capitolo 2 - Principali Metodologie valutative nelle operazioni di M&A

Introduzione

In questo secondo capitolo, il *focus* viene spostato su quelli che, secondo un punto di vista letterario e soprattutto nella prassi, sono considerati i più importanti approcci valutativi nelle operazioni di fusione e acquisizione. Dopo un breve quadro generale, verranno analizzati uno ad uno i metodi ritenuti in assoluto più rilevanti. L'approfondimento proseguirà con la descrizione degli approcci utilizzati per stimare il valore delle sinergie e dei costi di integrazione. Il capitolo viene concluso, infine, evidenziando se i metodi di valutazione descritti abbiano un effettivo utilizzo nel settore industriale e nel settore finanziario.

2.1 Premessa sui principali metodi valutativi nelle operazioni di M&A

In dottrina e nella prassi, le metodologie valutative utilizzate nelle operazioni di fusione e acquisizione, sono da sempre state suddivise in due categorie: quella dei metodi assoluti (indiretti) e quella dei metodi relativi (diretti).

I metodi assoluti sono quelli che basano la valutazione sulle effettive caratteristiche delle società. Con l'utilizzo dei metodi in questione, il valore della società *target* viene stimato dopo un'attenta raccolta/analisi delle informazioni e solo successivamente all'implementazione di specifici modelli valutativi, quest'ultimi basati su formule e calcoli. I principali metodi assoluti risultano essere i seguenti: metodo patrimoniale, metodo reddituale, metodo misto patrimoniale-reddituale e metodo finanziario. I metodi relativi si differenziano sostanzialmente da quelli assoluti in quanto non basano la valutazione della società esclusivamente con riferimento alle sue caratteristiche economiche, finanziarie e patrimoniali, ma giungono ad una stima attraverso l'utilizzo di determinati moltiplicatori e di società o transazioni che possono essere considerate comparabili alla società oggetto di valutazione. È doveroso sottolineare, però, che oltre agli approcci appena descritti e che possono essere considerati i più tradizionali, soprattutto nella prassi, sono state progressivamente utilizzati ulteriori metodologie valutative, come ad esempio quelle basate sul *target price* e sui prezzi di Borsa.

Nei prossimi paragrafi verranno prese in considerazione tutte le metodologie appena menzionate e nei capitoli successivi verrà osservato se effettivamente le metodologie in questione sono state utilizzate nei casi Essilor-Luxottica e Intesa-Sanpaolo e la loro effettiva efficacia. Prima però è doveroso effettuare due premesse di sostanziale importanza.

La prima premessa riguarda il fatto che la valutazione d'azienda non può essere considerata completa, o comunque la più corretta possibile, se viene utilizzato esclusivamente un metodo valutativo o più metodi della stessa tipologia (es. metodi solamente assoluti o solamente

relativi). A tal riguardo, in dottrina, viene sottolineata l'importanza di un Giudizio Integrato di Valutazione (GIV)⁵⁶, il quale basa la valutazione di una società su valori assoluti derivanti dall'implementazione di metodologie assolute, su valori relativi fondati proprio sull'utilizzo dei multipli e su una corretta base informativa e analisi fondamentale. Con un approccio di questo tipo, è possibile cercare di compensare quanto più possibile aspetti positivi e negativi delle varie metodologie valutative. Infatti, ad esempio, l'applicazione del solo metodo basato sulle società e sulle transazioni comparabili, potrebbe portare ad intervalli di valori non corretti a causa della mancanza di strumenti e di metodi per il calcolo proprio dei multipli e della stima approssimativa che forniscono, essendo quest'ultima, per l'appunto, relativa. Di contro l'utilizzo unico di modelli assoluti non permetterebbe di catturare tutti i fattori determinanti del valore (leve del valore).

La seconda premessa, invece, riguarda il progressivo disuso di alcuni metodi di valutazione assoluti, nello specifico di quello patrimoniale e di quello reddituale. Nonostante quest'ultimi risultino avere una certa rilevanza, soprattutto nella dottrina, negli anni il loro utilizzo è diminuito significativamente, in quanto, il metodo patrimoniale presenta il significativo limite di non tener conto delle capacità di produrre reddito o flussi di cassa della società e, inoltre, attribuisce un valore corrente agli elementi dell'attivo e del passivo prescindendo da qualsiasi altro tipo di considerazione. Il metodo reddituale, invece, basandosi esclusivamente sui flussi reddituali, non tiene in considerazione alcune variabili⁵⁷ di primaria importanza per la determinazione del valore aziendale. Questi metodi valutativi sono stati quindi progressivamente sostituiti da quello finanziario. Per queste ragioni, la trattazione del metodo patrimoniale, di quello reddituale e di quelli misti reddituali-patrimoniali del prossimo paragrafo, sarà riassuntiva e presente esclusivamente a titolo di completezza.

2.2 Metodi patrimoniale, reddituale e misti: breve cenno

Partendo proprio dalla descrizione del metodo patrimoniale, quest'ultimo esprime il valore di una società analizzandone, attivo, passivo e capitale netto. Esistono più varianti del metodo patrimoniale e nello specifico esiste il metodo patrimoniale semplice, il metodo patrimoniale complesso analitico e il metodo patrimoniale complesso empirico⁵⁸. Analizzando il metodo

⁵⁶ Si veda "*La valutazione delle aziende*", Guatri Luigi, Bini Mario, Milano, Egea (2007), pp.33-34.

⁵⁷ Alcuni esempi di variabili non tenute in considerazione nel metodo reddituale sono le politiche di bilancio, gli investimenti e le politiche fiscali.

⁵⁸ Per approfondimenti si veda, "*Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*", Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), pp.22-28.

patrimoniale in generale occorre sottolineare che, come ogni approccio valutativo, anche questo presenta alcune fasi che è doveroso seguire. In un primo momento occorre identificare il patrimonio netto⁵⁹ e attribuire il valore corrente di mercato agli elementi dell'attivo che sono considerati non monetari (es. titoli, partecipazioni ecc.). Nel caso delle immobilizzazioni possono emergere delle minusvalenze o delle plusvalenze che devono essere appurate in relazione ad eventuali prelievi fiscali figurativi. Occorre, inoltre, attualizzare crediti e debiti nel caso in cui la società oggetto di valutazione non utilizzi i principi IAS/IFRS⁶⁰. Successivamente è necessario effettuare determinate valutazioni in merito agli oneri potenziali e ai costi sospesi. I primi devono essere stimati e quantificati nel caso in cui non siano stati presi in considerazione nella situazione patrimoniale, i secondi, invece, devono essere eliminati. Una volta effettuati gli accorgimenti appena descritti, è possibile determinare il capitale netto rettificato⁶¹ (K) come segue:

$$K = C + [(P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)] \times (1 - t)$$

Dove C sarebbe il Capitale Netto Contabile, P le plusvalenze, M le minusvalenze e t l'incidenza degli eventuali prelievi fiscali.

Occorre specificare inoltre che, oltre agli accorgimenti precedentemente descritti e alla formula riportata, l'applicazione del metodo patrimoniale si basa sull'assunto che l'impresa oggetto di valutazione evidenzia un reddito atteso (R) pari a quanto segue:

$$R = i \times K$$

Dove i rappresenta il saggio di adeguata remunerazione per il capitale investito nella società (o tasso di redditività atteso) e K il capitale netto rettificato.

Di conseguenza occorre sottolineare che seppure in minima parte e in via conseguente a determinate costatazioni e verifiche di controllo⁶², il metodo patrimoniale tiene comunque conto anche di aspetti prettamente reddituali. Nonostante questo, l'utilizzo del metodo in

⁵⁹ Il patrimonio netto è il risultato della somma tra capitale sociale e riserve al netto di eventuali dividendi.

⁶⁰ Una società che utilizza i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) presenta già dei valori riguardanti i crediti e i debiti che possono essere considerati correnti.

⁶¹ Viene assunto che Capitale netto rettificato (K) = *equity value* (W), e quindi il valore della società in ottica *equity side*. Per la spiegazione della differenza tra *equity side* e *asset side* si rimanda al paragrafo 2.3.1.

⁶² Viene definito "verifica reddituale" l'accertamento della ragionevolezza del tasso di redditività generata dal complesso aziendale. Il controllo viene effettuato sotto il punto di vista logico-aziendalistico e in termini comparativi con altre aziende del settore.

questione rimane indissolubilmente correlato a specifiche società o a particolari settori in cui gli aspetti patrimoniali risultano essere significativamente rilevanti e alla base della determinazione del valore aziendale. Alcuni esempi possono essere le *holding*, (caratterizzate da una significativa presenza di partecipazioni in altre società) e le società immobiliari.

Il metodo reddituale, invece, basa la valutazione d'azienda sulla capacità di quest'ultima di generare un risultato di esercizio positivo negli esercizi futuri. Senza entrare troppo nello specifico, è possibile riassumere il modello reddituale nella seguente formula⁶³:

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

Dove W risulta essere il valore economico del capitale, R il reddito medio normale prospettico e i il tasso di capitalizzazione.

Risulta evidente che, con il fine di effettuare una valutazione quanto più corretta possibile utilizzando questo approccio valutativo, è doveroso prestare particolare attenzione nella scelta della formula da utilizzare, alla tipologia di reddito che si intende impiegare come numeratore e al calcolo del tasso i . Nella prassi, viene preferita la formula basata sulla rendita perpetua, viste le difficoltà nello stabilire un orizzonte temporale e un valore residuale dell'impresa che siano sufficientemente attendibili. In merito al calcolo del reddito medio normale prospettico, invece, occorre tenere in considerazione la capacità operativa dell'impresa. Di conseguenza viene fatto riferimento esclusivamente alla gestione caratteristica escludendo aspetti straordinari, siano questi positivi o negativi, che andrebbero ad influenzare la valutazione. Spesso, il valore riguardante il reddito viene ottenuto effettuando delle medie di risultati conseguiti in esercizi precedenti opportunamente depurati di tutti gli impatti straordinari che li riguardano e proiettati in maniera prospettica sul lungo periodo. Un altro approccio per calcolare il valore in questione è il "metodo dei risultati programmati"⁶⁴ che permette di effettuare determinate stime servendosi dei budget annuali e dei piani pluriannuali. Con riferimento alla stima del tasso i , il valore che deve assumere la variabile in questione deve corrispondere al rendimento minimo che un soggetto richiederebbe per effettuare un

⁶³ La formula risulta essere sempre in ottica *equity side*. In merito si veda, "La valutazione delle aziende", Guatri Luigi, Bini Mario, Milano, Egea (2007), pp. 248-259.

⁶⁴ In merito si veda, "Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali", Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), p.30.

investimento in una società avente lo stesso livello di rischiosità dell'azienda oggetto di valutazione⁶⁵.

Infine, meritano particolare attenzione i metodi misti patrimoniali-reddituali. Tra i vari approcci appartenenti ai metodi in questione è sicuramente opportuno prendere in considerazione il metodo patrimoniale con stima autonoma del *goodwill* nella versione denominata "Metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito", dove il valore del capitale economico della società risulta essere pari alla sommatoria tra il capitale netto rettificato e il prodotto tra il valore attuale di una rendita annuale posticipata e il reddito differenziale medio⁶⁶ che l'impresa riesce a produrre se comparata con la produzione media dei *competitor*. La formula di riferimento è la seguente:

$$W = K + a^{-ni'}(R - i \times K)$$

Con W che risulta essere il valore del capitale economico, K il capitale netto rettificato, $a^{-ni'}$ l'espressione di attualizzazione di una rendita perpetua posticipata annuale, n il numero di anni in riferimento al sovrareddito, i il tasso di rendimento dell'investimento, R il reddito medio normale che l'azienda si attende nei successivi esercizi e i' il tasso a cui viene attualizzato il sovrareddito o reddito differenziale.

Entrando nello specifico dei singoli elementi che compongono la formula, è doveroso specificare, che R e K devono essere coerenti tra di loro, di conseguenza quando, attraverso la metodologia patrimoniale, vengono apportate delle modifiche al capitale netto per risalire a quello rettificato, occorre effettuare i medesimi cambiamenti sia per K che per R (es. rettifica delle immobilizzazioni e conseguenze sugli ammortamenti da inserire a conto economico). Per stimare correttamente il tasso i , occorre prendere in considerazione le imprese considerate *competitor* e tutte le informazioni riguardanti quest'ultime in termini di gruppi di appartenenza, collocazione e rischiosità, mentre per la stima del tasso i' è possibile prendere in considerazione o un tasso privo di rischio o un tasso che tiene conto del maggior rischio sostenuto per investire nell'impresa oggetto di valutazione rispetto a quello che verrebbe sostenuto per un'impresa appartenente allo stesso settore considerata di rischiosità normale. Il metodo appena descritto trova una forte applicazione nel settore industriale nel caso in cui vi sia un equilibrio tra capitale

⁶⁵ Il calcolo del tasso di capitalizzazione può essere effettuato con l'utilizzo di metodologie finanziarie, oppure tenendo in considerazione il rendimento medio del capitale investito in imprese *competitor* simili.

⁶⁶ Per reddito differenziale medio (o sovrareddito) viene intesa la seguente espressione della formula: $(R - i \times K)$.

investito e redditività, mentre riscontra problemi di applicazione quando l'impresa oggetto di valutazione presenta cospicui beni immateriali.

Infine, un ulteriore metodo misto, è quello dell'*Economic Value Added* (EVA), il quale fornisce importanti informazioni sulle prestazioni aziendali, infatti, la sua applicazione è possibile non solo in sede di valutazione d'azienda, ma anche con il fine di misurare e conseguentemente migliorare le *performance* di un'impresa⁶⁷. L'EVA risulta essere pari alla differenza tra la redditività dell'impresa e il costo del capitale investito. In generale la formula di riferimento risulta essere la seguente:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times C)$$

Dove *C* risulta essere il capitale investito operativo netto, *WACC* il costo medio ponderato dei capitali investiti e il *NOPAT* (Net profit After Taxes) l'utile operativo netto dopo le tasse. Per determinare quest'ultimo è necessario effettuare delle rettifiche alle componenti reddituali del conto economico, le quali devono di conseguenza riguardare anche il capitale investito operativo⁶⁸.

Una volta stabilito l'*Economic Value Added*, è possibile calcolare il valore della società come somma tra gli EVA (opportunitamente attualizzati) che quest'ultima è in grado di generare negli esercizi successivi e il capitale investito. La formula di riferimento diventa la seguente⁶⁹:

$$EV = C + \sum_1^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 - WACC)^t}$$

Dove *EV* risulta essere l'*enterprise value*, il *WACC* il costo medio ponderato dei capitali investiti, l'EVA viene determinato come descritto in precedenza e *C*, che risulta essere il capitale investito, viene stimato come somma tra il capitale circolante netto e le attività immobilizzate operative nette.

⁶⁷ In riferimento a quanto descritto si rimanda a "The added economic value – an instrument for the performance measurement", Guni C.N., Munteanu V., Friedrich Addleton Academic Publishers (2014), Vol.9(4), pp. 167-174.

⁶⁸ In merito si veda, "Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali", Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), pp.33-44.

⁶⁹ Per un approfondimento si veda, "La valutazione delle aziende", Guatri Luigi, Bini Mauro, Milano, Egea (2007), pp. 341-347.

2.3 Metodi finanziari

I metodi finanziari, per arrivare alla valutazione di un'azienda, cercano di fornire una stima, quanto più accurata possibile, dei flussi di cassa che la società oggetto di valutazione è in grado di generare. Questo approccio si discosta significativamente da quella patrimoniale, mentre potrebbe essere considerato in parte simile alla logica su cui si basano i metodi reddituali, dove il *focus* della valutazione non è sulle caratteristiche effettive della società, ma sulle capacità potenziali che ha quest'ultima di generare valore. In sostanza, secondo questo approccio valutativo, un'impresa risulta essere di valore esclusivamente se i flussi di cassa positivi risultano superare quelli negativi. Nel prossimo paragrafo sarà descritta la logica su cui si basa l'approccio valutativo in questione, descrivendone i principali metodi finanziari: *Discounted Cash Flow Method* (nelle sue declinazioni *equity side* ed *asset side*) e il *Dividend Discount Model*.

2.3.1 Il *Discounted Cash Flow Method* e il *Dividend Discount Model*

Il *Discounted Cash Flow Method*⁷⁰ si basa sull'assunto che il valore di un generico *asset* risulti essere pari al valore dei flussi di cassa che riesce a generare, quest'ultimi attualizzati opportunamente ad un tasso (detto tasso di sconto) che rispecchia il valore temporale del denaro e il rischio supportato per ottenere la generazione proprio della liquidità in questione. In sostanza pertanto maggiori saranno i flussi di cassa generati e la loro prevedibilità e maggiore sarà la valutazione che verrà fatta, attraverso questo approccio, di un determinato bene. Secondo la logica appena descritta è possibile determinare il valore di un'intera azienda. Infatti, considerando l'impresa come un insieme di *assets* capaci di generare flussi di cassa, considerando anche la capacità di una società di effettuare ulteriori investimenti e la tipologia di mezzi finanziari utilizzati per generare liquidità (debito o capitale proprio), ecco che è possibile risalire effettivamente al valore di una società come somma dei flussi di cassa attualizzati che è in grado di generare. Una premessa doverosa riguarda l'aspetto temporale, infatti almeno sotto un punto di vista teorico, una società sarebbe in grado di generare flussi di

⁷⁰ Per approfondimenti si rimanda a “*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*”, A. Damodaran, Now Publisher (2005), Vol. 1, pp. 3-6.

cassa all'infinito. Sulla base di quanto appena descritto, in sintesi la formula di riferimento per il calcolo del valore aziendale (*value of business*) sarebbe la seguente⁷¹:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t}$$

Dove $E(CF_t)$ risulta essere il flusso di cassa atteso, r il tasso di sconto che tiene conto della rischiosità e del valore temporale del denaro e dove t rappresenta l'orizzonte temporale di riferimento, in questo caso infinito.

La formula appena descritta risulta essere, però, di scarsa applicabilità nella pratica. Questo perché non è fattibile stimare i flussi di cassa all'infinito. Per questa ragione, nella prassi, viene stabilito un orizzonte temporale, tendenzialmente di medio periodo (di solito non superiore ai 3-5 anni), di cui vengono calcolati e attualizzati i flussi di cassa anno per anno, mentre per la stima dei flussi di cassa che risultano essere successivi a tale periodo, viene stabilito il “*terminal value*” o valore terminale. La formula di riferimento diventa, quindi:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_N}{(1+r)^N}$$

Infine, nella determinazione proprio del *terminal value* è ragionevole pensare che i flussi di cassa possano crescere ad un tasso costante (g) per sempre, portando, in definitiva, alla seguente formula per la determinazione del valore aziendale:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{E(CF_{N+1})}{(r-g_n)(1+r)^N}$$

Entrando maggiormente nello specifico, gli elementi chiave⁷² su cui si fonda la formula del *Discounted cash flow method* risultano essere, quindi:

1. Il tasso di sconto, che rappresenta la redditività che un soggetto si aspetta da uno specifico investimento e, come già menzionato, tiene conto sia del valore temporale del denaro, sia del rischio che l'investitore si assume in merito alla valutazione e

⁷¹ In merito a tutte le formule riportate per la determinazione del “Value of Business” si rimanda a “*The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*”, A. Damodaran, Pearson Education (2010), pp. 1-2.

⁷² Si veda “*An illustrated guide to Business Valuation*”, B.D. Chatterjee, Bloomsbury (2020), II ed., p.104.

all'effettiva possibilità di conseguire i flussi di cassa futuri. Il tasso in questione, in genere, tiene conto del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito. I modi attraverso i quali può essere stimato il tasso di sconto sono due: quello più comune del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) e quello dell'APV (*Adjusted Present Value*).

2. La crescita prevista, determinante soprattutto in relazione alla corretta stima del tasso di crescita utilizzato per il calcolo del valore terminale. Tendenzialmente le valutazioni effettuate in merito all'ipotetica crescita di una società tengono conto sia di quelli che sono stati i *trend* passati, sia dei possibili scenari e contesti futuri. Entrambe le informazioni, quelle passate e quelle di natura prospettica, fanno riferimento sia ad aspetti interni all'impresa (es. risultati economici, situazione patrimoniale ecc.) sia ad aspetti esterni all'impresa che però hanno un impatto su quest'ultima soprattutto in sede di valutazione (andamento del settore, aspetti macroeconomici ecc.).
3. I flussi di cassa prospettici, destinati alla remunerazione degli investitori e dei finanziatori. I flussi in questione, per una quanto più corretta stima, devono essere normalizzati. Per normalizzazione viene inteso il processo attraverso cui, un determinato elemento, o risultato, viene scorporato da tutte le componenti straordinarie. Quanto appena descritto permette di ottenere un indicatore di generazione di liquidità privo di qualsiasi componente che negli esercizi futuri potrebbe non ripresentarsi, indipendentemente che quest'ultima abbia avuto un impatto positivo o negativo. Un buon approccio per stimare i flussi di cassa che è in grado di generare una società, potrebbe essere quello di osservare l'impatto che hanno avuto determinati investimenti in termini di generazione di utili e flussi di cassa e cercare di stimare per quanto ancora potrebbero generare liquidità.

Nonostante il metodo del DCF risulti essere uno dei più approfonditi in dottrina e anche una delle metodologie maggiormente utilizzate nella prassi, presenta significativi limiti⁷³ che portano a domandarsi se effettivamente il metodo in questione risulti essere altamente affidabile. Entrando nello specifico, uno degli aspetti che minano l'affidabilità del modello valutativo è sicuramente la volatilità dei flussi di risultato. Infatti, se quest'ultima risulta essere significativa, ecco che diventa complicato stimare con una certa accuratezza i flussi di cassa in relazione al medio termine, il risultato medio normale utilizzato per stimare il *terminal value* e

⁷³ In merito si veda, "La valutazione delle aziende", Guatri Luigi, Bini Mauro, Milano, Egea (2007), pp. 292-297.

diventa inevitabilmente complesso riuscire ad effettuare il processo di normalizzazione già descritto nelle righe precedenti. Altro aspetto che merita un'attenzione particolare risulta essere quello riguardante il peso che ha il valore terminale sul risultato finale a cui si giunge con l'applicazione del modello. Infatti, nel caso in cui la stima del valore medio normale utilizzato per calcolare il *terminal value* dovesse essere incerta o comunque complicata, porterebbe al calcolo di un valore terminale non corretto e se quest'ultimo risultasse avere un certo peso sul valore finale stimato dell'azienda ecco che potrebbe essere compromessa l'attendibilità dell'intera valutazione. Infine, due ulteriori limiti da tenere in considerazione risultano essere quelli riguardanti l'aleatorietà del tasso di sconto e il fatto che per l'applicazione del DCF *method* con tasso di sconto il WACC, viene ipotizzata una struttura del capitale costante, aspetto che difficilmente rispecchi la realtà visto che tale struttura può cambiare più volte durante l'intero arco della vita di una società.

Ad ogni modo, entrando maggiormente nello specifico, occorre precisare che l'applicazione del generale modello del *Discounted Cash Flow*⁷⁴ può avere luogo in termini *equity side* o *asset side*. La prima tipologia di valutazione, quella *equity side*, si pone l'obiettivo di determinare il valore che una società ha esclusivamente con riferimento agli azionisti. Si può giungere al valore in questione quindi, o stimando in maniera diretta i fattori a cui gli azionisti attribuiscono un valore, oppure calcolando prima il valore dell'impresa nel suo complesso, quindi sottraendo a quest'ultimo la posizione finanziaria netta (PFN). La valutazione *asset side*, invece, si pone come obiettivo quello di determinare l'*enterprise value* (EV), quindi il valore d'azienda complessivo a prescindere da chi abbia apportato mezzi propri o capitale di debito.

Analizzando per primi i modelli valutativi *equity side*, un approccio da tenere in considerazione è sicuramente quello basato sul *free cash flow to equity* (FCFE), dove viene effettuata l'attualizzazione dei dividendi potenziali di una società. In sostanza vengono attualizzati dei flussi di cassa che si presuppone che la società oggetto di valutazione possa distribuire come dividendi. Il FCFE viene calcolato tenendo in considerazione il rimborso del debito e le esigenze di reinvestimento della società. Entrando nello specifico, per il calcolo in questione, occorre partire dall'utile netto, a cui vengono sommati i costi non monetari (es. ammortamenti) e vengono sottratte le spese in conto capitale, la variazione del capitale circolante non monetario

⁷⁴ Anche i metodi patrimoniale, reddituale e misto possono declinarsi negli approcci valutativi *equity side* e *asset side*.

e la differenza tra nuovo debito emesso e rimborsi di debiti già effettuati. Riassumendo, quindi, il calcolo di riferimento risulta essere il seguente⁷⁵:

$$\begin{aligned} \text{FCFE} &= \text{Utile netto} + \text{Costi non monetari} - \text{Spese in conto capitale} \\ &\quad - \text{Variazione del capitale circolante non monetario} \\ &\quad - (\text{Nuovo debito emesso} - \text{Rimborsi di debiti}) \end{aligned}$$

Una volta calcolato il *free cash flow to equity*, la formula di riferimento per il calcolo del valore che un'azienda ha con riferimento ai propri azionisti diventa la seguente:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_T}{(1 + r_e)^T}$$

Dove *FCFE* risultano essere i flussi di cassa a disposizione degli azionisti stimati nei vari periodi, il *terminal value* rappresenta il valore terminale (il calcolo assume la stessa logica già descritta in precedenza per il generale *DCF Method* con l'aggiunta di opportuni accorgimenti in chiave *equity side*) e r_e il tasso di sconto o di attualizzazione. Oltre alla corretta determinazione del *FCFE*, ai fini di una quanto più esatta applicazione della formula sopra riportata è doveroso calcolare correttamente il tasso di sconto. Quest'ultimo risulta essere differente a seconda che venga utilizzato un approccio *asset side* o *equity side*. Visto che l'approccio *FCFE* risulta essere *equity side*, il tasso di attualizzazione (r_e) rappresenta il rendimento minimo atteso dagli operatori per effettuare degli investimenti in progetti aventi medesima rischiosità. La determinazione del tasso in questione avviene generalmente prendendo come riferimento principale il Capital Asset Pricing Model (CAPM) teorizzato da Sharpe⁷⁶ e Lintner⁷⁷, che parte dal presupposto che ogni singolo investitore riesca a diversificare il proprio portafoglio investimenti, riducendo così il rischio legato ad ogni singolo investimento. Tenendo in considerazione questo assunto, quindi, si presume che all'investitore debba essere remunerata esclusivamente una parte del rischio, quella che attraverso la

⁷⁵ In merito si veda “*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*”, A. Damodaran, Now Publisher (2005), Vol. 1, pp.20-25.

⁷⁶ Per approfondimenti si rimanda a “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*” W.F. Sharpe, The Journal of Finance (1964), Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

⁷⁷ Per approfondimenti si rimanda a “*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*” J. Lintner, The Review of Economics and Statistics (1965), Vol. 47, No. 1 (Feb. 1965), pp. 13-37.

diversificazione non è stato possibile eliminare e che è riconducibile a quanto il singolo titolo risulta essere influenzato dall'andamento generale del mercato azionario. Tenendo conto, quindi, dei rischi sostenuti da chi effettua l'investimento e del valore finanziario del tempo, è possibile calcolare come segue il costo del capitale proprio:

$$r_e = K_E = R_f + \beta_u(R_m - R_f)$$

Dove R_f rappresenta il tasso *risk free*⁷⁸, la differenza tra R_m e R_f indica il *Market Risk Premium*, ovvero il premio per il rischio richiesto dall'investitore per investire in titoli rischiosi e non in titoli privi di rischio e il β_u (beta *unlevered*) indica quanto i titoli dell'azienda sono rischiosi (in sostanza indica la sensibilità dei titoli in relazione alle variazioni riguardanti il mercato in termini di rendimento).

Entrando maggiormente nello specifico, generalmente il tasso *risk free* viene calcolato utilizzando il rendimento di Titoli di Stato a lungo termine (es. BTP a dieci anni), in quanto sufficientemente stabili e riconducibili, come durata, alla vita utile dell'impresa. Il *Market Risk Premium*, invece, viene calcolato come differenza tra la media dei rendimenti azionari in un'ottica di lungo periodo e la media dei rendimenti di titoli considerati privi di rischio. Infine, il coefficiente beta *unlevered* viene calcolato partendo dal beta *levered* depurato dai rischi operativi e finanziari specifici e ricalibrato con riferimento alla struttura finanziaria propria della società oggetto di analisi⁷⁹.

Un ulteriore approccio valutativo *equity side* assolutamente rilevante risulta essere quello chiamato *Dividend Discount Model* (DDM). Il metodo valutativo in questione determina il valore di un titolo effettuando l'attualizzazione dei flussi di dividendo attesi dagli operatori che hanno investito nell'azienda apportando mezzi propri. L'ipotesi di fondo su cui si basa questo modello, consiste nelle due tipologie di guadagno che un investitore si aspetta quando decide di acquistare un titolo azionario, in particolare: gli utili distribuiti sotto forma di dividendo negli esercizi futuri e il prezzo a cui riuscirà a vendere le proprie azioni ad altri operatori (possibilità di ottenere anche un *capital gain*). Tenendo conto di quanto appena affermato è possibile prendere in considerazione per la determinazione del prezzo azionario la seguente formula:

⁷⁸ Il tasso *risk free* sarebbe il rendimento di attività o titoli privi di rischio.

⁷⁹ Il Beta *unlevered* esprime il rischio di mercato di un'azienda senza considerare l'impatto del debito, in sostanza il rischio di *business*. La formula di riferimento risulta essere la seguente: $\beta_u = \beta_L / [1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}]$.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Div}_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Dove P_0 è prezzo dell'azione al tempo 0, Div sono i dividendi attesi, r_e è il costo del capitale proprio utilizzato⁸⁰ come tasso di attualizzazione e P_n è il prezzo a cui viene ipotizzata la futura cessione dell'azione.

La formula appena descritta attualizza tutti i dividendi attesi fino ad un determinato periodo t (momento in cui è ipotizzata la cessione dell'azione) e attualizza il prezzo di presunto realizzo della cessione in questione. Occorre specificare, però, che risulta essere molto difficile se non impossibile riuscire a determinare il momento in cui un investitore avrà intenzione di dismettere la propria partecipazione e di conseguenza di alienare l'azione o le azioni possedute (non viene stabilita *ex-ante* una *maturity*). Per la ragione appena riportata, nel *Dividend Discount Model*, viene ipotizzato che l'investimento effettuato venga detenuto senza un orizzonte temporale specifico, ma all'infinito. La formula di riferimento diventa quindi la seguente:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Div}_t}{(1+r_e)^t}$$

Quanto appena descritto con riferimento al DDM assume particolare rilevanza soprattutto sotto un punto di vista teorico. In realtà, però, per poter rendere effettivamente applicabile la formula in questione sono stati teorizzati numerosi sotto modelli, ognuno fondato su assunzioni differenti. Uno dei più importanti e dei più utilizzati, risulta essere il modello di crescita costante dei dividendi, o anche *Gordon Growth Model*⁸¹. Il modello appena menzionato si basa sull'assunto tale per cui i dividendi futuri attesi dagli investitori crescano in maniera costante ad un determinato tasso (g). La formula di riferimento risulta essere la seguente:

$$P_0 = \frac{\text{Div}_1}{r_e - g^{82}}$$

⁸⁰ Il costo del capitale proprio o tasso di attualizzazione r_e è il medesimo che è stato preso in considerazione per il modello basato sul FCFE e il calcolo risulta essere lo stesso.

⁸¹ Per approfondimenti si veda "*The Savings Investment and Valuation of a Corporation*", M.J.Gordon, The Review of Economics and Statistics (1962), Vol. 44, No. 1, pp. 37-51.

⁸² Per una corretta applicazione del modello occorre che il tasso di crescita (g) sia inferiore del costo del capitale netto (r_e). Nel caso in cui g sia superiore a r_e , perché, ad esempio, l'impresa valutanda si trova in una condizione di crescita molto elevata, allora non è possibile l'applicazione del *Gordon Growth Model*.

Dove Div_1 risulta essere il dividendo atteso dall'investitore per l'esercizio successivo, r_e è il costo del capitale di rischio e g il tasso costante di crescita del dividendo.

Grazie alla formula del *Gordon Growth Model* è possibile evitare la stima dei dividendi all'infinito e stimare invece il valore delle azioni una volta terminato il periodo di crescita. Con questo metodo, quindi, è possibile assumere che la società, soprattutto nei primi anni di vita, cresca in maniera significativa e che, al termine dello sviluppo, continui la propria crescita ad un tasso stabile e sostenibile per tutti i periodi successivi. Secondo questa logica è possibile applicare la prima formula riportata come segue⁸³:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n}$$

Dove:

$$P_n = \frac{Div_{n+1}}{r_e - g_n}$$

Nella formula precedente g_n rappresenta il tasso di crescita riguardante i dividendi per tutti i periodi successivi all'anno n .

Il modello del *Dividend Discount*, in teoria, rappresenta uno dei migliori modelli per il calcolo del valore azionario. Sotto un punto di vista operativo, però, presenta numerosi limiti. Infatti, risulta essere molto difficile prevedere quelli che possono essere i flussi di dividendo atteso per un periodo superiore ai 3-5 anni. Infatti, per effettuare una corretta stima dei dividendi occorre tenere in considerazione le previsioni delle società (non sempre disponibili oltre un certo orizzonte temporale), prevedere gli utili, il tasso di distribuzione di quest'ultimi e stimare il numero di azioni in circolazione negli anni successivi. Visto che il *management*, secondo la propria discrezionalità, potrebbe, ad esempio, effettuare riacquisti di azioni proprie, la corretta stima *ex-ante* degli utili e dei dividendi diventa difficilissima se non impossibile. Inoltre, risulta essere complesso scegliere il metodo migliore per effettuare la stima dei tassi di crescita, aspetto che sarebbe fondamentale visto che piccole variazioni nel valore assunto dal tasso in questione comportano significative differenze nella valutazione complessiva finale.

Passando adesso alla valutazione *asset side*, che determina l'*enterprise value* (EV) di una società, è doveroso descrivere con particolare attenzione il *free cash flow to firm* (FCFF),

⁸³ In merito alla formula, si veda "*Elementi di Finanza Aziendale e Risk Management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*", A. Damodaran, O. Roggi, Maggioli Editore (2016), IV ed., pp. 304-305.

ovvero il flusso di cassa disponibile non solo per gli azionisti (in questo caso si parla di FCFE già analizzato nelle righe precedenti), ma disponibile per l'intera impresa e quindi per tutti gli operatori che hanno apportato risorse all'azienda valutanda. A differenza quindi delle operazioni effettuate per risalire al *free cash flow to equity*, il calcolo in questione parte dall'EBIT e tiene conto del beneficio fiscale derivante dall'uso del debito. In maniera similare a quanto già visto per il modello *equity side*, vengono tenuti in considerazione i costi non monetari, le spese in conto capitale e le variazioni del capitale circolante non *cash*. La formula di riferimento per il calcolo del FCFF risulta essere, quindi, la seguente⁸⁴:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} &= \text{Reddito operativo al netto delle imposte}^{85} \\ &\quad - \text{Spese in conto capitale} + \text{Costi non monetari} \\ &\quad - \text{Variazione del capitale circolante non monetario} \end{aligned}$$

In sostanza, partendo dal reddito operativo al netto delle imposte è possibile risalire all'effettivo flusso di cassa. Infatti, togliendo al reddito in questione le spese in conto capitale⁸⁶, uscite di liquidità che però non sono state prese in considerazione nel calcolo dell'EBIT, sommando i costi non monetari, come gli ammortamenti che sono considerati nel calcolo dell'EBIT⁸⁷ ma che rappresentano esclusivamente un valore economico e non un'effettiva uscita di liquidità e togliendo la variazione del capitale circolante non monetario⁸⁸ (l'aumento del quale comporta una diminuzione del flusso di cassa, mentre la diminuzione un aumento del flusso di cassa) è possibile stimare l'effettiva liquidità a disposizione dell'impresa.

Una volta effettuata la stima del FCFF, è possibile risalire al valore dell'impresa attualizzando quest'ultimo per il costo medio ponderato del capitale. A differenza del fattore di sconto descritto in precedenza ed utilizzato per l'attualizzazione del FCFE (r_e) in questo caso il fattore di attualizzazione tiene conto anche dei benefici fiscali derivanti dall'utilizzo del debito e del

⁸⁴ In merito si veda "*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*", A. Damodaran, Now Publisher (2005), Vol. 1, pp.25-32.

⁸⁵ Il calcolo del reddito operativo al netto delle imposte risulta essere il seguente: $\text{EBIT} \times (1 - t)$.

⁸⁶ Le spese in conto capitale fanno riferimento principalmente ad investimenti in attività fisse (es. acquisto nuovo immobile, acquisto nuovo macchinario ecc.).

⁸⁷ Nonostante non siano vere e proprie uscite di liquidità, gli ammortamenti vengono considerati nel calcolo del reddito operativo in quanto quest'ultimo è calcolato secondo il criterio di competenza.

⁸⁸ La variazione del capitale circolante non monetario fa riferimento principalmente ad investimenti in attività circolanti con manifestazione finanziaria entro l'esercizio corrente.

maggiore rischio⁸⁹ associabile a quest'ultimo. In questo caso il tasso di attualizzazione preso in considerazione è quello dello WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) e la formula generale da prendere come riferimento è la seguente:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminal Value}_T}{(1 + \text{WACC})^T}$$

Dove *FCFF* risulta essere il *free cash flow to firm* descritto nelle righe precedenti, il WACC il tasso di sconto che rappresenta il rendimento che gli operatori⁹⁰ riuscirebbero ad ottenere da un'altra società simile a quella oggetto di valutazione e avente lo stesso livello di rischiosità ed il *Terminal Value* (TV) rappresenta il valore terminale dell'azienda valutanda.

In relazione al calcolo del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)⁹¹, la formula di riferimento risulta essere la seguente:

$$\text{WACC} = (k_e \times w_e) + (k_d \times w_d)$$

Dove k_e risulta essere il costo del capitale proprio, w_e il peso (valore percentuale) che il capitale proprio ha sull'intera struttura finanziaria, k_d il costo del capitale di debito e w_d il peso percentuale del capitale di debito sulla struttura finanziaria dell'azienda.

Il costo del capitale proprio (k_e) può essere calcolato seguendo il metodo precedentemente descritto per il modello del FCFE e fondante sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dove il rendimento richiesto dagli azionisti (quindi il costo del capitale proprio) è pari alla somma tra

⁸⁹ Per maggiore rischio associabile al debito si intende il rischio aggiuntivo atteso dall'utilizzo del debito. Infatti, a maggiori livelli di indebitamento aumenta sia il costo del capitale proprio, sia il costo del capitale di debito.

⁹⁰ In questo caso il rendimento deve riguardare sia gli investitori che apportano capitali sottoforma di mezzi propri, sia i finanziatori che apportano risorse finanziarie sottoforma di debito.

⁹¹ In merito si veda "*Business Valuation: An Integrated Theory*" Z.C. Mercer, T.W. Harms, Wiley (2021), III ed., pp.148-164.

un tasso privo di rischio e un premio per il rischio azionario, quest'ultimo opportunamente ponderato per il beta (indicatore del rischio sistematico di un titolo)⁹².

Il costo del capitale di debito (k_d), invece, è pari al prodotto tra il costo del debito pre-tasse (PTk_d) e la differenza tra 1 e l'aliquota fiscale marginale (T):

$$k_d = PTk_d \times (1 - T)$$

La formula appena riportata risulta essere più semplice rispetto a quella che viene utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio in quanto il costo del debito al lordo delle imposte (PTk_d) risulta essere generalmente più osservabile. Infatti, per stimare il debito in questione possono essere presi in considerazione, ad esempio, l'effettivo costo del debito di una società, nel caso in cui il livello di indebitamento risulti essere particolarmente consistente, o il tasso cedolare su debito a lungo termine, se la società oggetto di valutazione ha recentemente emesso debito. Se il tasso del debito emesso risulta essere variabile allora può essere preso in considerazione lo *spread*⁹³ come *proxy* del rischio di credito della società.

Altra differenza con la formula utilizzata per il calcolo del k_e risiede nel fatto che il costo del debito utilizzato nella formula del WACC risulta essere al netto delle imposte. La motivazione è riconducibile alla possibilità di dedurre fiscalmente gli interessi pagati ai finanziatori. Entrando nel merito del valore che può assumere l'aliquota fiscale (T), risulta essere necessario specificare che quest'ultimo non deve per forza corrispondere all'aliquota fiscale effettiva o media che presenta l'impresa. Di conseguenza occorre prestare particolare attenzione a quelle che sono le assunzioni su cui si basa l'aliquota fiscale utilizzata per il calcolo di k_d soprattutto con riferimento al momento storico e alle politiche fiscali adottate dai vari Paesi.

Un ultimo aspetto da tenere in considerazione in merito al calcolo del WACC risulta essere la struttura del capitale, che è riscontrabile nella formula descritta precedentemente negli elementi w_e e w_d . In generale la struttura del capitale viene calcolata prendendo in considerazione i

⁹² Mercer e Harms, nella loro pubblicazione intitolata "*Business Valuation: An Integrated Theory*" (si veda la nota a piè di pagina precedente) effettuano un'integrazione alla formula basata esclusivamente sul CAPM, aggiungendo, per il calcolo del costo del capitale proprio, un premio per il rischio basato sulla grandezza della società chiamato *Size Premium* (più è piccola la società e maggiore è il premio in questione) e un ulteriore premio per il rischio specifico della società stessa chiamato *Corporate Specific Risk Premium* (in quanto è stato empiricamente dimostrato che senza l'ulteriore premio il rendimento dei prezzi dei titoli veniva sottostimato). La formula di riferimento diventa quindi: $K_E = R_f + (\beta \times ERP) + SP + CSR_P$.

⁹³ Lo *spread* è il premio fisso sulla componente a tasso variabile del tasso cedolare.

valori di mercato di debito e patrimonio netto e le formule di riferimento per il calcolo di w_e e w_d risultano essere le seguenti:

$$w_e = \frac{E}{D+E} \quad w_d = \frac{D}{D+E}$$

Dove E risulta essere il valore di mercato del capitale proprio e D il valore di mercato del debito. La loro somma fornisce la stima complessiva della struttura finanziaria dell'impresa, la quale viene ipotizzata utilizzando principalmente due approcci: il primo è detto "Metodo iterativo" mentre il secondo è detto "Metodo della struttura del capitale *target*".

Il metodo iterativo cerca di stimare la struttura del capitale esistente dell'impresa oggetto di valutazione, ma poiché la struttura finanziaria dell'impresa influenza il WACC che a sua volta influisce sul valore di mercato del capitale proprio ecco che il calcolo diventa circolare e di difficile applicazione pratica. Il metodo della struttura del capitale *target*, invece, mira a stabilire una struttura di capitale obiettivo per l'impresa valutanda anche qualora quest'ultima non risulti essere quella effettiva. La struttura in questione viene stabilita sulla base di determinate informazioni raccolte e riguardanti altre società e altre transazioni. Questo secondo approccio rimane quello, fino ad adesso, adottato nella maggior parte dei casi reali. Per concludere la trattazione dei M&A occorre comprendere quale WACC dovrebbero utilizzare gli acquirenti per valutare un'operazione straordinaria, se quindi, il costo di capitale o *hardle rate* (rendimento soglia) della propria società o se il WACC dell'impresa *target*. In merito a quanto appena riportato il miglior approccio da utilizzare nella pratica, risulterebbe essere quello tale per cui viene calcolato il valore equo di mercato della società *target*, utilizzando, quindi, il WACC di quest'ultima⁹⁴ (il WACC in questione permetterebbe anche di riflettere il livello di rischiosità dell'investimento effettuato).

Per completare la descrizione del modello basato sul FCFF occorre descrivere come viene calcolato il *terminal value* (TV). Quest'ultimo viene calcolato come valore attuale dei flussi di cassa futuri al periodo di riferimento predeterminato. Supponendo quindi che, l'anno T risulti essere l'ultimo anno dell'intervallo temporale preso in considerazione, allora il TV risulterà essere il valore attuale dei *free cash flow to firm* da T+1 fino all'infinito e il calcolo si baserà sull'utilizzo delle rendite perpetue. Entrando maggiormente nello specifico, il FCFF utilizzato come denominatore nella formula in questione, è anche detto "FCFF *steady state*" ovvero il

⁹⁴ Per approfondimenti si veda "Valuation for M&A: Building Value in Private Companies" C.M. Mellen, F.C. Evans, Wiley (2010), II ed., pp.170-172.

free cash flow to firm al netto di tutti quegli elementi che ne modificherebbero il valore in via temporanea. Generalmente gli elementi in questione risultano essere straordinari o attribuibili a particolari circostanze di crescita. La formula di riferimento nel caso in cui vengano ipotizzati flussi di cassa costanti risulta essere la seguente:

$$V_{T_T} = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC}$$

Nel caso in cui, invece, venga ipotizzata una crescita costante dei flussi di cassa ad un determinato tasso allora la formula di riferimento risulta essere:

$$V_{T_T} = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

Dove in entrambi i casi il $FCFF_{T+1}$ risulta essere il $FCFF$ *steady state* e il $WACC$ il costo medio ponderato del capitale. La variabile g , invece, rappresenta il tasso di crescita.

2.4 I metodi dei multipli: la valutazione relativa

I metodi basati sui multipli, che verranno descritti in maniera più specifica nei prossimi paragrafi, risultano essere metodologie di valutazione relativa. Già ad inizio capitolo era stata accennata la differenza tra le metodologie di valutazione assolute e quelle relative e in questa sede verranno approfondite le seconde menzionate.

La *relative valuation*⁹⁵ ha come fine quello di valutare un *asset* sulla base di prezzi di *assets* simili presenti sul mercato e non sulla base delle caratteristiche effettive o prospettiche che l'*asset* preso in considerazione presenta se considerato singolarmente. Il valore di un'azione o più in generale di un'impresa, quindi, si baserà sul prezzo/valore di mercato di azioni o imprese aventi caratteristiche simili a quella oggetto di stima. L'esempio appena riportato si basa sull'approccio delle società comparabili, mentre, se il confronto non dovesse essere con società o azioni in senso stretto, bensì con transazioni aventi ad oggetto imprese simili o azioni simili, allora in questo caso l'approccio si baserebbe sulle transazioni comparabili. Entrando nel merito del processo che permette di implementare correttamente la valutazione relativa, in generale, risultano essere tre i passaggi fondamentali:

⁹⁵ Per approfondimenti si rimanda a “*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*”, A. Damodaran, Now Publisher (2005), Vol. 1, pp. 61-78.

1. Trovare *assets* comparabili: il primo passo consiste nel verificare che effettivamente vi sia l'esistenza di *assets* che possano essere considerati simili a quelli oggetto di valutazione. Nel caso delle imprese, ciò consiste nell'identificazione di società confrontabili in termini di *business* e caratteristiche. Questo primo passaggio non è affatto semplice o scontato, dato che non basta prendere in considerazione società appartenenti allo stesso settore, ma queste devono essere individuate società effettivamente simili e confrontabili⁹⁶.
2. Ridimensionamento del prezzo di mercato con l'utilizzo di una variabile comune: in questo secondo passaggio i prezzi di mercato delle società coinvolte nel processo valutativo vengono rapportati ad una medesima variabile così da ottenere la generazione di prezzi standardizzati che possano essere confrontati tra di loro.
3. Adeguamento per differenze tra gli *assets*: il terzo ed ultimo passaggio è imprescindibile, difatti se due aziende risultano essere molto simili e di conseguenza presentano prezzi standardizzati altrettanto simili, ma una delle due ha evidenziato dei tassi di crescita decisamente più significativi rispetto all'altra ecco che allora è necessario effettuare degli aggiustamenti che tengano conto di queste differenze (nello specifico la società con tassi di crescita più elevati dovrebbe essere scambiata a multipli più elevati).

In sostanza, mentre con il *DCF method*, descritto nei paragrafi precedenti, veniva preso in considerazione il valore intrinseco di un'attività, con l'approccio valutativo relativo, di contro, viene valutata una società prendendo in considerazione i prezzi che il mercato paga per società simili. La diretta conseguenza di quanto appena affermato è che se il mercato effettua una valutazione corretta delle società considerate comparabili, allora i valori che si ottengono con il metodo assoluto del *Discounted Cash Flow* e con il metodo dei multipli possono convergere, evitando così il rischio di una sovrastima o sottostima.

Nonostante questo e nonostante le difficoltà nell'identificare società effettivamente comparabili, però, la semplicità con cui può essere implementata la valutazione relativa⁹⁷ e il fatto che non occorran dati storici riguardanti la società oggetto di valutazione per desumerne

⁹⁶ La similarità deve riguardare principalmente la rischiosità e la capacità di generare flussi di cassa.

⁹⁷ La facilità di utilizzo della *relative valuation* ha permesso la diffusione dell'approccio in questione anche in operazioni straordinarie facenti ricorso alla leva finanziaria come il Leveraged Buy Out (LBO).

il valore, ne hanno permesso un utilizzo significativo⁹⁸. Inoltre, l'oggettività con cui viene determinato il valore di un'impresa risulta essere maggiore rispetto a quella che garantisce il *DCF Method* che si basa su numerose assunzioni dall'esito incerto. In conclusione, per utilizzare in modo efficace l'approccio relativo basato sui multipli, è doveroso evitarne un uso improprio. Quando si parla di uso improprio viene fatto riferimento principalmente a criteri di calcolo dei multipli improvvisati e approssimativi o all'utilizzo del metodo per rispondere a quesiti a cui non è in grado di dare una risposta. Un uso considerato maggiormente corretto per l'attuazione della valutazione relativa risulta essere il Giudizio Integrato di Valutazione (GIV), già menzionato ad inizio capitolo e a cui si rimanda per approfondimenti.

Nei prossimi paragrafi verranno analizzati nello specifico i due metodi principali su cui si fonda la valutazione relativa: il metodo delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili.

2.4.1 Società comparabili

Il processo che permette di implementare, nella pratica, l'approccio valutativo basato sulle società comparabili presenta alcune fasi che devono essere seguite con il fine di ottenere una quanto più corretta applicazione del modello valutativo. Le fasi da prendere in considerazione risultano essere le seguenti:

1. Selezione delle società che possono essere considerate comparabili all'impresa valutanda
2. Identificazione e scelta dei moltiplicatori da utilizzare
3. Selezione di informazioni e dati attendibili
4. Elaborazione dei risultati e scelte finali

Entrando maggiormente nello specifico⁹⁹, in merito al primo punto, come già evidenziato precedentemente, occorre sottolineare di nuovo come sia impossibile identificare società esattamente identiche a quella oggetto di valutazione. Ne deriva che le *comparables* dovranno essere scelte con una certa approssimazione, stabilendo in maniera accurata le regole di omogeneità. Proprio le regole appena menzionate dovranno essere stabilite in relazione ai fattori più significativi che caratterizzano un'azienda. Nello specifico questi fattori possono

⁹⁸ Damodaran, in una sua ricerca pubblicata nel 2002, ha evidenziato che il 50% delle valutazioni effettuate in sede di acquisizione e il 90% delle valutazioni effettuate in merito ai titoli azionari, erano basate su un approccio relativo caratterizzato dall'utilizzo di società comparabili e multipli.

⁹⁹ Si veda in merito "*La valutazione delle aziende*", Guatri Luigi, Bini Mauro, Milano, Egea (2007), pp. 378-387.

essere sintetizzabili come segue: appartenenza allo stesso settore (anche se non tutte le società appartenenti allo stesso settore possono essere considerate comparabili), aspetti dimensionali (è necessario che le società siano simili in termini di dimensioni), rischio finanziario (dev'essere simile il grado di indebitamento e l'equilibrio finanziario) omogeneità effettiva delle grandezze con cui vengono costruiti i multipli (con particolare riferimento all'utile netto e all'EBIT), *governance* (struttura del gruppo, regole alla base del controllo societario e poteri riguardanti le azioni), trasparenza (in termini di comportamenti adottati e comunicazione con l'esterno), fase della vita della società (sostanziale differenza tra fase di *start up* e fase di maturità) e modello di *business* (oltre ad appartenere allo stesso settore le società comparabili devono avere omogenee le principali caratteristiche della loro attività *core*).

Una volta determinato il campione di società considerate comparabili si può passare al secondo punto della fase di implementazione dell'approccio valutativo e stabilire i moltiplicatori da utilizzare. Nella pratica esistono due tipologie di moltiplicatori, quelli *equity side* e quelli *asset side*. L'unica differenza tra le due categorie appena menzionate, risiede nel numeratore utilizzato nel rapporto del multiplo. Infatti, nei moltiplicatori *equity side*, come numeratore viene utilizzato il prezzo di mercato (P) delle azioni (valore corrente del capitale), mentre nei multipli *asset side* come numeratore viene adottato l'attivo lordo (*Enterprise Value* o EV), generato dalla somma tra il valore corrente del capitale e il debito finanziario netto¹⁰⁰. Come denominatore, generalmente, vengono utilizzati maggiormente valori di *performance* (adeguatamente rettificati¹⁰¹), ma anche valori contabili e infine viene tenuto conto del "livello" della performance. Con quest'ultimo viene intesa la posizione di conto economico della misura di *performance* utilizzata come denominatore nel multiplo. In sostanza se il valore in questione risulta essere "in alto" nel conto economico allora sarà influenzato in maniera minore dalle politiche discrezionali in sede di elaborazione del bilancio di esercizio rispetto ad un valore che risulta essere "in basso" nel conto economico. È necessario prestare particolare attenzione a quali informazioni contenga la misura che si intende utilizzare. A titolo esemplificativo le vendite non contengono informazioni riguardanti l'efficienza, gli aspetti finanziari, fiscali o

¹⁰⁰ Per debito finanziario netto viene intesa la differenza tra i debiti e la liquidità di una società.

¹⁰¹ I valori di *performance* devono subire una rettifica così da poter essere adeguatamente confrontabili con le misure utilizzate come numeratore nel multiplo. Per costruire un corretto moltiplicatore in ottica *equity side* il prezzo di borsa o il valore del capitale deve essere rapportato all'utile netto o al margine operativo tenendo conto degli interessi passivi, mentre per la costruzione del moltiplicatore in ottica *asset side*, l'*enterprise value* dev'essere rapportato a valori che non tengano conto degli interessi passivi.

amministrativi, mentre l'utile netto tiene conto di tutti gli aspetti menzionati. Le misure intermedie non tengono conto di alcune informazioni, ma in alcuni casi il loro utilizzo risulta essere estremamente utile (es. EBITDA).

Numeratore	Denominatore
Enterprise Value (EV)	EBIT
	NOPAT
	EBITDA
	UFCF
	SALES
	INVESTED CAPITAL

Tabella 1. Multipli asset side

Numeratore	Denominatore
Capitalizzazione di borsa o prezzo per azione	EARNING
	CASH EARNING
	FCFE
	SALES
	BOOK VALUE
	NET ASSET VALUE
	DIVIDENDS

Tabella 2. Multipli equity side

Entrando in merito ai moltiplicatori maggiormente utilizzati, questi sono P/E, P/BV, EV/EBIT, EV/EBITDA, P/CF, EV/CF, P/S ed EV/S.

Il moltiplicatore P/E (*Price/Earnings*) risulta essere uno dei più utilizzati in ottica *equity side* e rapporta il prezzo di mercato all'utile netto per azione¹⁰². Dal multiplo in questione esistono poi molteplici derivazioni come ad esempio il multiplo *trailing*, dove come denominatore viene utilizzato l'utile per azione storico e il multiplo *leading*, che invece tiene in considerazione dell'utile per azione prospettico, quest'ultimo costruito effettuando delle stime sul futuro reddito delle società. Altro concetto da tenere in considerazione è il P/E *forward*, che segue la logica del classico P/E, ma si pone l'obiettivo di prevedere il P/E per gli esercizi futuri (a volte anche per più di 7 anni).

Il moltiplicatore P/BV (*Price/Book value*) rapporta la capitalizzazione di mercato dell'impresa al valore assunto dal patrimonio netto contabile. Inizialmente il multiplo in questione veniva utilizzato maggiormente per le società i cui valori all'attivo risultavano essere sufficientemente allineati con i valori correnti di mercato, quindi per le società appartenenti al settore finanziario, ed escluso per le società aventi valori all'attivo basati su dati storici come le società appartenenti al settore industriale¹⁰³. Oggi invece, nella pratica, il multiplo è sempre più utilizzato ed ha acquisito una maggiore importanza. Ultimi due aspetti da tenere in considerazione per l'implementazione pratica del multiplo, con particolare riferimento alla scelta dei *comparables*,

¹⁰² Medesimo risultato eseguendo il rapporto tra il valore corrente complessivo dell'intero capitale e l'utile netto.

¹⁰³ Infatti, le società con valori all'attivo non aggiornati al valore di mercato non tengono conto di eventi accaduti nel tempo (es. inflazione) che potrebbero aver modificato nella sostanza le cifre all'attivo. La costruzione del multiplo risulterebbe essere non idonea.

sono le correzioni contabili e le politiche di bilancio (es. ammortamento ed accantonamento) visto che influenzano, oltre al *book value*, anche il ROE delle comparabili, che, invece, dev'essere quanto più simile a quello della società oggetto di valutazione¹⁰⁴.

I moltiplicatori *asset side* EV/EBIT e EV/EBITDA rapportano l'*enterprise value* rispettivamente al reddito operativo e all'EBITDA (stima sintetica della liquidità generata da un'impresa). I multipli in questione permettono di scegliere le *comparables* a prescindere da quelle che possono essere le politiche con cui sono stati contabilizzati gli ammortamenti (questo vale solo per il multiplo con l'EBITDA) e senza considerare aspetti finanziari e aspetti fiscali. Risulta essere evidente che alcune informazioni, a volte rilevanti, non vengono prese in considerazione, ma nonostante questo l'utilizzo dei due moltiplicatori risulta essere molto diffuso.

I moltiplicatori P/CF e EV/CF, invece, rapportano il prezzo di mercato e l'*enterprise value* ai flussi di cassa e risultano essere particolarmente rilevanti nel processo valutativo di società aventi importanti immobilizzazioni tecniche e che sono caratterizzate da uscite monetarie significative a cui non corrispondono tuttavia costi a conto economico altrettanto significativi (questo a causa delle politiche di bilancio con riferimento alla contabilizzazione degli ammortamenti). In merito ai flussi di cassa che sono al denominatore, occorre specificare che nel rapporto P/CF, per ottenere il CF viene effettuata la somma tra reddito, ammortamenti materiali e immateriali e accantonamenti a fondo rischi ed oneri, mentre nel rapporto EV/CF il CF tiene conto anche degli interessi passivi, del *capex* e delle imposte pagate.

Infine, i moltiplicatori P/S e EV/S rapportano rispettivamente il valore corrente del capitale con i ricavi e il valore dell'attivo lordo sempre per le *revenue*. I multipli in questione vengono utilizzati principalmente per la loro semplicità e per la loro indipendenza rispetto alle politiche contabili e di bilancio. Una corretta applicazione dei due moltiplicatori, però, presuppone l'assunzione che in un determinato settore tutte le imprese operino con i medesimi margini o comunque è necessario tenere in considerazione *comparables* con margini simili. Quanto appena affermato è dovuto al fatto che il denominatore utilizzato non tiene conto delle politiche contabili (questo può essere un aspetto positivo), né tantomeno considera gli aspetti finanziari, fiscali, amministrativi, di efficienza produttiva e di marketing di una società. In relazione a quanto appena evidenziato, la loro applicazione pratica merita sicuramente cautela.

¹⁰⁴ La motivazione risiede nel fatto che vi è una stretta correlazione tra il ROE e il P/BV *value*. Infatti, il rapporto *price/book value* può anche essere riscritto come segue: $\frac{P}{BV} = ROE \times \frac{P}{E}$.

Una volta scelto il moltiplicatore o multiplo che viene reputato il migliore con riferimento alla società valutanda e al settore di riferimento, è importante passare alla terza fase, nonché quella relativa alla raccolta di informazioni e dati affidabili. L'utilizzo di banche dati attendibili è di primaria importanza per portare a compimento con successo la valutazione relativa e spesso le società che supportano il processo valutativo come quelle di consulenza o le banche di investimento producono in autonomia i dati e le informazioni di cui necessitano, così da avere un elevato livello di sicurezza sull'affidabilità dei dati calcolati o raccolti.

L'ultimo *step* nella valutazione mediante società comparabili riguarda la rielaborazione dei dati finali, in termini di aggiustamenti e correzioni da apportare. Spesso, infatti, risulta essere necessario “correggere” i valori riguardanti i multipli così da poter rendere delle società, che altrimenti non lo sarebbero, comparabili o semplicemente per rendere maggiormente attendibili i moltiplicatori utilizzati. Senza entrare eccessivamente nello specifico il processo di aggiustamento permette di ottenere multipli *adjusted* (effettuando correzioni al numeratore) e multipli *clean* (effettuando correzioni al denominatore). Nel primo caso le rettifiche apportate riguardano l'esclusione di attività che non risultano essere pertinenti, del patrimonio di terzi, di *core assets* non essenziali, attribuzione di maggior valore alle singole sezioni delle società aventi più *business* e attualizzazione del debito finanziario (solo nei moltiplicatori *asset side*). Nel secondo caso, invece, le rettifiche apportate riguardano la presa in considerazione di quantità non contabilizzate, l'eliminazione di aspetti non ricorrenti o transitori (normalizzazione) e l'adeguamento ai principi contabili internazionali. Nello specifico viene cercato un miglioramento nella qualità del risultato agendo su ammortamenti, costi dei beni in *leasing* e distorsioni dovute all'inflazione. Un ultimo aspetto importante da tenere in considerazione è il calcolo della media dei multipli riguardanti le imprese *comparables*¹⁰⁵. Una volta calcolato il valore in questione è possibile osservare se i moltiplicatori delle imprese comparabili si discostano significativamente da quest'ultimo o se risultano essere simili. Ovviamente nel caso in cui non vi fosse un significativo discostamento, i moltiplicatori presi in considerazione possono tutti essere utilizzati per l'implementazione dell'approccio valutativo, mentre nel caso in cui vi fosse un significativo discostamento è necessario prevedere l'esclusione dal modello valutativo dell'impresa comparabile che presenta un multiplo molto diverso dalla media, o attuare ulteriori rettifiche. Quest'ultime hanno la finalità di correggere i moltiplicatori prendendo in considerazione la variabile “*companion*”, o variabile guida e

¹⁰⁵ Per approfondimenti si veda “*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*”, A. Damodaran, Now Publisher (2005), Vol. 1, pp.70-72.

assumendo, in *primis*, che la differenza tra le imprese sia dovuta proprio al fattore appena menzionato, in *secundis*, che tutte le altre determinanti del valore delle imprese siano effettivamente comparabili. Un esempio di applicazione di questa metodologia correttiva è il PEG *ratio*, il quale rapporta il multiplo P/E al tasso di crescita degli utili per azione. Secondo la stessa logica è possibile dividere il rapporto P/BV per il ROE. Quando però le differenze tra le imprese non possono essere giustificate da una sola variabile, allora diventa difficile effettuare degli aggiustamenti così come descritti in precedenza. In questa circostanza è possibile utilizzare il metodo statistico della regressione. Attraverso questo approccio è possibile osservare se vi è una relazione statisticamente rilevante tra i multipli e le variabili che li determinano e se il multiplo stimato con la regressione risulta essere diverso oppure no a quello effettivo dell'impresa considerata comparabile. L'approccio appena descritto è molto utile nel caso in cui il numero di imprese comparabili sia significativo e la relazione tra i multipli e i fattori che li determinano sia sufficientemente stabile.

2.4.2 Transazioni comparabili

Un secondo approccio basato sempre sulla logica della valutazione relativa è quello delle transazioni comparabili. Per transazioni comparabili si intendono operazioni straordinarie, come per l'appunto gli M&A, in cui viene negoziato il valore di società considerate simili a quella di cui invece dev'essere effettuata la valutazione. Prendendo in considerazione quindi dati e informazioni di altre operazioni è possibile risalire al valore della società valutanda. Nonostante la similarità con l'approccio basato sulle società comparabili, generalmente, il *focus* non risulta essere su particolari rapporti, bensì sul prezzo delle transazioni¹⁰⁶. Quanto appena descritto esclude qualsiasi considerazione meramente soggettiva, è di facile comprensione per tutti i soggetti interessati alla valutazione e non necessita di aggiustamenti o di particolari *assumptions*. Di contro le difficoltà nel trovare operazioni di società considerabili simili a quella oggetto di valutazione e nel raccogliere dati e informazioni che siano quanto più affidabili, complica l'utilizzo dell'approccio valutativo in questione. Inoltre, generalmente, nonostante si possa trovare un'operazione tra società effettivamente simili a quella valutanda, il prezzo stabilito per portare a compimento l'operazione tiene conto di aspetti propri dell'operazione stessa, come l'oggetto della transazione (es. se intero capitale oppure solo una parte), la metodologia di pagamento (es. se titoli azionari dell'acquirente o *cash*) le condizioni sottostanti il pagamento (es. pagamento definitivo oppure successivo al verificarsi di determinate

¹⁰⁶ Si veda in merito "La valutazione delle aziende", Guatri Luigi, Bini Mauro, Milano, Egea (2007), pp. 387-389.

condizioni) e le sinergie che possono essere realizzate con il completamento dell'operazione di acquisizione o fusione¹⁰⁷. Sul prezzo, inoltre, vanno ad influire anche altri fattori come la contingenza del mercato finanziario e se la negoziazione avviene all'interno di un mercato regolamentato (es. Borsa) oppure esternamente a quest'ultimo. Alla luce di quanto appena evidenziato, risulta essere necessario risalire a determinati multipli partendo proprio dal prezzo di transazioni considerate strettamente comparabili. La stima in questione permetterebbe di valutare una società prendendo in considerazione il prezzo che è stato pagato in altre transazioni per società simili, ma tenendo conto anche delle differenze più significative presenti tra le imprese. Le fasi da seguire per arrivare ad una corretta valutazione con l'approccio delle transazioni comparabili risulterebbero essere, quindi, le seguenti:

1. Ricerca e raccolta dei dati e delle informazioni riguardanti le transazioni di società del medesimo settore che possono essere giudicate comparabili facendo particolare attenzione al prezzo e prendendo in considerazione un arco temporale di circa 5 anni
2. Implementazione di un'attenta analisi volta a stabilire se vi sia, oppure no, un'effettiva similarità o omogeneità tra le imprese in questione
3. Costruzione di multipli per relativizzare il valore delle varie transazioni all'impresa valutanda
4. Utilizzo dei moltiplicatori costruiti per stimare quello che dovrebbe essere l'effettivo valore della società oggetto di valutazione.

In sostanza, quindi, possono essere utilizzati tutti i multipli descritti nell'approccio basato sulle società comparabili, con particolare attenzione a quelli *asset side*, che risultano essere quelli maggiormente implementati nella prassi. Il problema principale che può essere riscontrato nella costruzione dei multipli riguarda l'individuazione del denominatore corretto, che, come già sottolineato nel paragrafo precedente, risulta essere uno stimatore della *performance* di una determinata società.

2.5 Approccio basato sul *target price*

Un ulteriore approccio valutativo che dev'essere preso in considerazione è quello basato sul *target price*. A differenza delle metodologie valutative descritte in precedenza, che hanno un rilievo dottrinale assolutamente significativo, la valutazione d'azienda basata sul *target price* risulta essere approfondita in maniera minore sotto un punto di vista teorico, ma evidenzia

¹⁰⁷ In merito si veda, “*Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*”, Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), pp.74-76.

un'importantissima applicazione pratica, grazie alla semplicità di applicazione e all'intuitività attraverso le quali è possibile utilizzare il metodo in questione. Prima di entrare nel merito di come avviene la concreta applicazione di questo approccio valutativo, è doveroso sottolineare che cosa viene inteso per *target price*¹⁰⁸. Con questo termine viene inteso il prezzo obiettivo che un soggetto intenzionato ad investire vuole raggiungere in un determinato periodo di tempo, o comunque il prezzo a cui l'investitore intende liquidare il proprio investimento. Il *target price* viene calcolato dagli analisti finanziari delle più importanti banche d'investimento e serve per orientare, nella maniera più corretta possibile, le scelte di collocamento dei fondi dei propri clienti. Per arrivare alla stima quanto più attendibile del prezzo obiettivo, gli analisti in un primo momento raccolgono tutte le informazioni più rilevanti riguardanti una società, siano queste di tipo patrimoniale, economico, finanziarie o macroeconomiche. Successivamente, attraverso l'applicazione discrezionale di alcuni dei vari modelli valutativi descritti nei paragrafi precedenti (es. *Discounted cash flow method*, *Dividend discount model*, metodo dei multipli) risalgono al valore che, secondo il loro parere, dovrebbe avere un'azione della società oggetto di valutazione. Se il valore stimato risulta essere superiore a quello effettivo di mercato allora verrà attribuito il *rating* "Buy" all'azione, suggerendo quindi all'investitore di effettuare un collocamento di capitale nella società in questione, mentre se il valore stimato risulta essere inferiore a quello di mercato, allora il *rating* attribuito sarà "Sell", valutazione sostanzialmente negativa. Infine, nel caso in cui il valore stimato dovesse risultare uguale al valore effettivo il *rating* attribuito sarà "Neutral". Ovviamente, siccome il calcolo del *target price* si basa su specifiche assunzioni ed è sostanzialmente una stima, in letteratura risulta essere molto acceso il dibattito sull'effettiva accuratezza dei risultati. Infatti, quest'ultima, sembra variare a seconda del *rating* attribuito (maggiore precisione per i *rating* di tipo buy), dall'ottimismo dell'analista (maggiore ottimismo porta con più probabilità ad una valutazione errata) dalla profondità delle informazioni raccolte sulla società valutata (più sono dettagliate le informazioni e maggiore è la probabilità di ottenere una stima corretta del prezzo obiettivo), dalla reputazione della banca d'investimento che svolge le analisi e da possibili conflitti di interesse da parte degli analisti¹⁰⁹. Senza entrare eccessivamente in merito delle caratteristiche che condizionano l'accuratezza del prezzo obiettivo, è doveroso, adesso, approfondire come in concreto vengono utilizzati i *target price* calcolati dagli analisti finanziari per stimare il valore di una società. Generalmente

¹⁰⁸ In merito si veda borsaitaliana.it

¹⁰⁹ Per approfondimenti si veda "Target Price Accuracy", Alexander G.Kerl, Milano, Business Research (2011), Vol. 4, Issue 1, pp.74-96.

vengono considerati i prezzi obiettivo di analisti appartenenti ad importanti banche d'investimento e ne viene fatta la media. In questo modo viene ottenuta una stima sufficientemente attendibile del prezzo azionario. Quest'ultima può essere utilizzata per calcolare direttamente il rapporto di cambio oppure, se moltiplicata per il numero di azioni della società valutanda, permette di risalire all'*equity value*. Ovviamente, con il fine di effettuare una stima quanto più attendibile possibile, vengono presi in considerazione i *target price* di specifici intervalli temporali, così che siano recenti e allo stesso tempo privi di particolari influenze (es. effetti dovuti all'annuncio della fusione).

2.6 Il metodo dei prezzi di borsa

La metodologia valutativa basata sui prezzi di borsa viene presa in considerazione per effettuare esclusivamente la stima del valore di società presenti nei mercati regolamentati. Proprio come l'approccio valutativo basato sul *target price* degli analisti finanziari, anche questa tipologia di valutazione risulta essere di primaria importanza soprattutto in riferimento alla sua applicazione nella prassi professionale. Infatti, anche in questo caso, soprattutto per la semplicità e l'intuitività con le quali può essere implementato, l'utilizzo di questo metodo, nella pratica, risulta essere assolutamente significativo. La metodologia dei prezzi di Borsa, infatti, permette di determinare il valore azionario in molteplici circostanze¹¹⁰ e in particolare nelle offerte pubbliche di acquisto, consentendo così di ottenere una stima del valore sufficientemente attendibile con riferimento alle operazioni di M&A. Entrando maggiormente nello specifico, gli aspetti da tenere in considerazione per una quanto più corretta implementazione pratica del modello valutativo in questione risultano essere i seguenti:

1. Intervallo temporale di riferimento all'interno del quale dovranno essere rilevati i prezzi di borsa (es. trimestre, semestre, anno)
2. Il momento (data) da cui partire per stabilire l'intervallo temporale
3. Il tipo di media da utilizzare per effettuare la stima del prezzo medio azionario (ponderata o semplice)

Con riferimento all'intervallo temporale, la scelta riguardante quest'ultimo deve considerare quanto siano significativi i prezzi del titolo che si intende valutare. In sostanza occorre rilevare

¹¹⁰ Per completezza occorre specificare che gli ulteriori ambiti di applicazione, oltre a quello riguardante le offerte pubbliche di acquisto, risultano essere i seguenti: recesso da parte di un socio di una società quotata (l'articolo di riferimento è il 2437 ter, co. 3°, c.c.), cessione di un'azione da parte di un socio partecipante ad un patto parasociale, stima del valore azionario di gruppi di società quotate.

valori di mercato che, in *primis*, possano essere considerati comparabili, in *secundis*, che facciano riferimento ad un periodo di tempo abbastanza ampio. Per soddisfare il primo aspetto menzionato e quindi quello della comparabilità, occorre che nel periodo preso in considerazione, non siano state effettuate delle modifiche sul capitale che possano aver modificato sostanzialmente la portata informativa intrinseca dei prezzi azionari, mentre per soddisfare il secondo aspetto menzionato (periodo di tempo abbastanza ampio), occorre selezionare un intervallo temporale che sia come minimo trimestrale ma che può arrivare anche fino a dodici mesi.

Inoltre, la scelta della data da cui partire per stabilire l'intervallo temporale è un aspetto a cui occorre prestare particolare attenzione, perché, come per il metodo basato sui *target price*, i prezzi devono essere esenti da influenze esterne come quelle provocate dall'annuncio di una fusione.

Infine, con riferimento al tipo di media da utilizzare per effettuare la stima del prezzo medio azionario, è possibile scegliere di utilizzare una media semplice o una media ponderata. Nel primo caso viene tenuto conto esclusivamente dei prezzi azionari, mentre nel secondo, generalmente, vengono presi in considerazione anche i volumi negoziati dei titoli. Infatti, considerando all'interno della media ponderata, come pesi, i volumi scambiati dei titoli, è possibile attribuire una diversa valenza ai prezzi a seconda che questi si siano formati successivamente ad un significativo flusso di scambio o a seguito dell'incontro di tipo contingente tra domanda e offerta. È doveroso precisare che, in sede di valutazione, non di rado vengono effettuate entrambe le medie, così da avere un quadro informativo riguardante la società valutanda più ampio¹¹¹.

2.7 Introduzione alla valutazione delle sinergie

Come già sottolineato nel capitolo precedente, uno degli aspetti più importanti da tenere in considerazione in sede di valutazione sono le sinergie. Quando i promotori di un'operazione straordinaria decidono di pagare un prezzo per azione decisamente superiore al prezzo a cui viene scambiata l'azione sul mercato regolamentato (decidono quindi di pagare un premio), lo fanno perché sono consapevoli di poter generare un valore dalla fusione superiore del prezzo

¹¹¹ In merito si veda, “*Criteri e metodi per la valutazione d’azienda nelle applicazioni professionali*”, Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), pp.63-66.

pagato e di poter, quindi, portare un guadagno ai propri azionisti¹¹². Questo maggior valore viene ricercato dal *management* attraverso la concretizzazione delle sinergie stimate *ex-ante*. La corretta valutazione delle sinergie diventa un elemento estremamente rilevante e cruciale per il successo dell'investimento, considerata anche l'enorme spesa che un'azienda effettua per avviare un'operazione di M&A e tenuto presente che, una volta iniziata l'attuazione del processo di fusione, diventa estremamente difficile abbandonare l'impegno assunto senza conseguenze negative. Oltre a quanto appena evidenziato sono opportune due ulteriori precisazioni. In primo luogo, non di rado, il *management* della società promotrice stima la realizzazione di sinergie difficili e questo incrementa in maniera significativa l'incertezza sulla positiva realizzazione dell'intero investimento. La seconda precisazione in merito riguarda invece l'adeguata presa in considerazione dei costi di integrazione quando vengono stimate le sinergie. Quest'ultimi, come già sottolineato nel capitolo precedente, risultano essere le spese che la società risultante dalla fusione deve sostenere per raggiungere i benefici sinergici e, generalmente, nei primissimi anni post fusione, le società devono sostenere significativi costi di integrazione senza ottenere ancora i benefici sinergici, i quali iniziano a realizzarsi solo successivamente. In sostanza un'operazione di M&A può essere considerata come una forma di investimento unica, caratterizzata da un significativo esborso monetario pagato in anticipo, da costi di integrazione che possono essere estremamente rilevanti e dalla gestione di sinergie che può essere considerata come la gestione di una nuova azienda¹¹³.

La complessità e l'importanza riguardanti la valutazione delle sinergie, alla luce di quanto descritto nelle righe precedenti, risultano, adesso, essere evidenti. In sede di valutazione, quindi, dev'essere limitata al minimo la possibilità di commettere errori. Per fare ciò è necessario avere coscienza di quali sono le principali fonti sinergiche e prendere in considerazione le variabili chiave nella valutazione delle sinergie¹¹⁴. Con riferimento alle fonti sinergiche, quest'ultime risultano essere sostanzialmente cinque:

1. Aumento dei ricavi. L'incremento delle entrate deriva principalmente dall'aumento di unità di prodotto vendute. L'incremento in questione è generalmente riconducibile al

¹¹² Per creare valore è necessario, però, che il premio pagato per effettuare un'acquisizione risulti essere inferiore ai benefici sinergici. In caso contrario viene dato luogo alla cosiddetta *synergy trap* teorizzata da Sirower.

¹¹³ Per approfondimenti si veda "*The synergy trap: How Companies Lose the Acquisition Game*", Mark L.Sirower, New York, The Free Press (1997), pp.19-21.

¹¹⁴ Si veda, in merito, "*Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*", Chris M.Mellen, Frank C. Evans, John Wiley & Sons, Inc. (2010), pp.19-21.

fatto che l'impresa risultante dalla fusione opera in un mercato più ampio, offre categorie di prodotti più ampie o magari risulta essere l'unico *player* in un determinato segmento. Ovviamente i benefici sinergici derivanti dall'aumento dei ricavi sono di difficile previsione in quanto dipendenti anche dalla reazione dei concorrenti e soprattutto da quella dei clienti.

2. Riduzioni di costo. Grazie all'accentramento delle funzioni delle società che prendono parte all'operazione di fusione è possibile eliminare alcune voci di costo o, comunque, limitarle al minimo. Quanto appena evidenziato vale in particolar modo per le voci che fanno riferimento alle spese generali e spese per il personale. Ovviamente maggiore è la similarità in termini di *business* e di mercati serviti delle società partecipanti all'integrazione e più significativo risulterà essere questo vantaggio sinergico.
3. Miglioramento dei processi. A seguito dell'unione tra la società *bidder* e quella *target*, il *management* può adottare le pratiche più efficienti ed efficaci di una o dell'altra società così da ottenere benefici sostanziali in termini operativi.
4. Economie finanziarie. Grazie all'integrazione tra due società con livelli di debito differenti i promotori possono diminuire complessivamente i costi di finanziamento della società risultante dalla fusione e garantire quindi una migliore gestione della liquidità.
5. Riduzione del rischio. Questa tipologia di fonte assume particolare rilevanza nelle operazioni di M&A tra società molto grandi e società più piccole. La fusione, infatti, permette di ridurre o addirittura eliminare rischi a cui possono andare in contro società di ridotte dimensioni, come la dipendenza da altre imprese (fornitrici o clienti) e le difficoltà in termini di innovazione.

Nonostante siano state elencate cinque fonti sinergiche, possiamo precisare che le più importanti e presenti in quasi tutte le operazioni di M&A sono quelle di ricavo e di costo, che possono poi assumere differenti declinazioni a seconda di quelli che sono i fattori effettivi che permettono di raggiungere i benefici sinergici in questione. Inoltre, ogni operazione di M&A, a seconda delle caratteristiche delle società, può far emergere specifiche e differenti fonti sinergiche.

Infine, per cercare di effettuare una stima quanto più accurata possibile delle sinergie che possono essere realizzate a seguito di un'operazione di fusione occorre tenere in considerazione le seguenti tre variabili:

1. Entità del beneficio sinergico. Per quantificare la dimensione dei benefici sinergici è necessario stimare in maniera rigorosa e con estrema accuratezza tutti i miglioramenti

che si presume possano essere raggiunti. In sostanza dev'essere effettuata una quanto più esatta previsione dei flussi di cassa, dei ricavi e dei costi cercando di limitare quanto più possibile *bias* cognitivi che possono portare ad un ingiustificato ottimismo¹¹⁵ e alla conseguente volontà di concludere l'accordo facendosi trasportare da aspetti meramente emotivi.

2. Probabilità di concretizzazione. Una valutazione accurata delle sinergie prevede anche la quantificazione della probabilità di realizzazione delle sinergie stimate *ex ante*. Infatti, non tutti i benefici sinergici sono facilmente raggiungibili e maggiori sono le difficoltà e minore risulta essere la probabilità di realizzazione. A titolo esemplificativo, è evidente che la probabilità di concretizzazione dei benefici sinergici in termini di riduzione dei costi del personale, con particolare riferimento ai manager dell'impresa *target*, è del 100%, mentre la probabilità di aumentare significativamente i ricavi presenta una probabilità di realizzazione decisamente inferiore per le motivazioni spiegate precedentemente.
3. Tempistica di realizzazione delle sinergie. In ultima istanza capire l'orizzonte temporale entro il quale la società risulta essere a regime in termini sinergici è un altro aspetto a cui prestare particolare attenzione. Anche in questo caso è possibile che vengano, nella stima, accelerati i tempi riguardanti il raggiungimento delle sinergie esclusivamente per rendere maggiormente attrattivo l'investimento¹¹⁶. Questo approccio irrazionale è assolutamente da evitare mentre è da favorire un'accurata valutazione delle tempistiche e una continua messa in discussione delle ipotesi che sottendono la stima in questione.

2.7.1 Approcci per la valutazione delle sinergie

Nel presente paragrafo verranno presi in considerazione quelli che possono essere considerati gli approcci valutativi maggiormente utilizzati in sede di valutazione con riferimento alle sinergie (e ai costi di integrazione). Generalmente, i benefici sinergici vengono stimati

¹¹⁵ L'irrazionalità derivante da un eccessivo ottimismo manageriale, oltre a riguardare la stima dei benefici sinergici, risulta essere estremamente influente anche in altre tematiche di finanza aziendale (es. stima dei flussi di cassa liberi). Per un approfondimento si rimanda a "*Managerial Optimism and Corporate Finance*", J. B. Heaton, Wiley for Financial Management Association International (2002), pp.35-45.

¹¹⁶ Il VAN di un'acquisizione è strettamente legato alle tempistiche stimate. Infatti, flussi di cassa extra dovuti al raggiungimento delle sinergie che risultano essere lontani nel tempo portano ad un VAN inferiore rispetto al calcolo effettuato con i medesimi flussi di cassa ma più vicini in termini temporali (minore tasso di sconto).

attraverso l'implementazione di alcuni modelli già descritti nei paragrafi precedenti. A tal riguardo risulta necessario tornare a prendere in considerazione sia i modelli di valutazione relativa che i modelli di valutazione assoluta. Con riferimento alla valutazione relativa, assumono rilevanza sia l'approccio basato sulle società comparabili, che quello basato sulle transazioni comparabili, mentre per la valutazione effettuata in termini assoluti viene preso in considerazione l'approccio fondato sul VAN (*NPV valuation*), che permette di risalire al valore attuale netto, o *net present value*, attraverso l'implementazione del metodo reddituale o di quello fondato sul *discounted cash flow*¹¹⁷.

Prima di entrare maggiormente nello specifico della descrizione degli approcci valutativi è doveroso effettuare alcune premesse. La prima riguarda il fatto che entrambi i modelli, sia i modelli di valutazione relativa che quelli di valutazione assoluta, possono essere implementati sia in termini sintetici che in termini analitici¹¹⁸. La seconda premessa riguarda gli approcci di valutazione relativa, infatti, nonostante l'approccio basato sulle società comparabili risulti avere una certa rilevanza, nella valutazione delle sinergie è preferibile utilizzare quello fondato sulle transazioni comparabili, visto che i benefici sinergici sono proprio il frutto della combinazione tra due società. Infine, con riferimento all'approccio basato sulla *NPV valuation*, occorre sottolineare che generalmente viene preferita l'implementazione del *DCF method* a scapito del metodo reddituale, in quanto più efficace.

Alla luce delle premesse appena effettuate, nelle prossime righe verrà esposta la metodologia di valutazione relativa basata sulle transazioni comparabili e approfondito il *DCF method*, riportando un'ipotesi di modello valutativo. Infatti, tra le molteplici declinazioni del *DCF method* per la valutazione delle sinergie, con il fine di capirne la logica sottostante, l'analisi si concentrerà in particolare su un modello specifico.

Partendo dalla descrizione dell'approccio basato sulle transazioni comparabili possiamo sottolineare che la logica su cui si basa la sua applicazione nella valutazione delle sinergie in un'operazione di M&A risulta essere molto simile alla logica su cui si basa il generale modello valutativo in questione con riferimento alla valutazione d'azienda nel suo complesso. L'unica

¹¹⁷ “*The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and acquisitions*”, R. Fiorentino, S. Garzella, *International Research Journal of Finance and Economics* (2014), Issue 124, pp.73-74.

¹¹⁸ L'applicazione delle metodologie valutative in termini sintetici prevede la stima delle sinergie come valore eccedente rispetto al valore *stand alone* delle società coinvolte nell'operazione. I benefici sinergici vengono quindi calcolati in maniera complessiva e in via indiretta. L'applicazione valutativa in termini analitici, invece, prevede la stima dei benefici sinergici in via diretta, tenendo conto esclusivamente dei flussi futuri di sinergie.

differenza risiede nel fatto che, in questo caso, vengono prese in considerazione le sinergie per la costruzione dei multipli. Quindi, una volta ricercati e raccolti i dati e le informazioni riguardanti le transazioni di società (principalmente dello stesso settore) che possono effettivamente essere considerate comparabili, secondo l'approccio in questione, vengono costruiti dei multipli che presentano come numeratore la stima delle sinergie riguardanti la transazione comparabile e come denominatore una grandezza economica che risulti essere strettamente correlata alle sinergie in questione. A titolo esemplificativo, nel caso di sinergie di costo, il multiplo di riferimento potrebbe essere il rapporto "sinergie/spese operative", mentre nel caso di sinergie di ricavo, il rapporto di riferimento potrebbe essere "sinergie/ricavi". Una volta effettuata la media dei multipli calcolati per tutte le transazioni che sono state considerate comparabili e una volta moltiplicato il risultato per i valori di riferimento della società *target*, è possibile ottenere un'adeguata valutazione del valore delle sinergie.

Passando alla descrizione del *DCF method* con riferimento alla valutazione delle sinergie, viene analizzata una tipologia di approccio proposta da Capasso e Meglio¹¹⁹, la quale si serve principalmente del *Discounted Cash Flow Method* per la valutazione delle sinergie e, solo in parte, della teoria delle *Real Option*¹²⁰. Il modello proposto ha come finalità quella di valutare finanziariamente il valore di ogni singola sinergia e, attraverso la somma tra quest'ultime, di ottenere il valore complessivo dei benefici sinergici derivanti da un'operazione di M&A. La prospettiva valutativa del modello è *asset side* e il WACC preso in considerazione tiene conto anche degli effetti dell'indebitamento (beneficio fiscale, maggiori oneri dovuti alla tensione finanziaria e costi di controllo) ed è stato, quindi, denominato "WACC***". Capasso e Meglio propongono, in sostanza, un modello valutativo alla base del quale il valore della combinazione tra due ipotetiche società A e B (W_{AB}) non è altro che il risultato della somma tra i valori delle due entità in chiave *stand alone* ($\bar{W}_A + \bar{W}_B$) e i valori delle varie sinergie ($\bar{S}_F + \bar{S}_O + \bar{S}_R$), il tutto al netto del valore dei debiti di A e B ($D_A + D_B + \Delta D_{AB}$). La formula di riferimento risulta essere, quindi, la seguente:

$$W_{AB} = (\bar{W}_A + \bar{W}_B) + (\bar{S}_F + \bar{S}_O + \bar{S}_R) - (D_A + D_B + \Delta D_{AB})$$

¹¹⁹ In merito, "Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze", A. Capasso, O. Meglio, Milano, FrancoAngeli (2009), pp.99-103.

¹²⁰ Per un approfondimento si veda "Real Options and Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions", E. S. Schwarz, L. Trigeorgis, Cambridge, The MIT Press (2001), pp.101-359.

Entrando, adesso, in merito alla valutazione dei singoli benefici sinergici, viene utilizzato il *DCF method* per la stima delle sinergie \bar{S}_F (sinergie di flusso) e \bar{S}_R (sinergie derivanti da differenti profili di rischio) mentre per la stima di \bar{S}_O (sinergie derivanti dalla flessibilità realizzata con l'operazione) viene utilizzata la teoria delle opzioni reali visto che, il metodo DCF, non riesce a tener conto del valore originato proprio dalla flessibilità.

Nello specifico, le sinergie di flusso (\bar{S}_F) derivano da un'efficiente ricombinazione delle più significative risorse e competenze delle società partecipanti all'operazione di fusione. La riallocazione in questione permette di ottenere anche importanti vantaggi sul mercato. La formula di riferimento, per il calcolo delle sinergie di flusso, risulta essere la seguente:

$$\bar{S}_F = \sum_{i=1}^t \left[\frac{\Delta(\text{FCFO}_{iAB})}{(1 + \text{WACC}^{**})^i} \right] + \frac{\Delta(\text{FCFO}_{AB})(1 + \text{WACC}^{**})^{-t}}{\text{WACC}^{**}}$$

In relazione alla formula appena riportata, $\Delta(\text{FCFO}_{iAB})$ risulta essere il flusso di cassa differenziale riguardante l'operatività delle imprese combinate che tiene conto delle sinergie realizzabili in via immediata una volta completata la fusione (sinergie post acquisizione) o comunque entro l'orizzonte temporale stabilito nel piano di integrazione. L'approccio utilizzato è di tipo analitico vista la possibilità di effettuare previsioni sufficientemente attendibili. Le sinergie riguardanti il flusso di cassa differenziale operativo delle imprese combinate che possono essere realizzate dopo l'orizzonte temporale di riferimento, invece, sono prese in considerazione nella formula con (FCFO_{AB}) , considerandone il valore medio che può essere realizzato a partire dall'anno t in via perpetua e senza, quindi, l'utilizzo di un approccio analitico. Da ultimo, il WACC^{**} , rappresenta il tasso di sconto e quindi il costo medio ponderato del capitale delle imprese combinate.

Come già anticipato, la sinergia riguardante il valore generato dalla flessibilità ottenuta in seguito alla fusione (\bar{S}_O) è calcolata attraverso l'implementazione della teoria delle opzioni reali e tiene conto sia dei benefici sinergici derivanti dalla mera esecuzione della strategia stabilita *ex-ante*, sia delle opportunità che emergono a seguito dell'implementazione della stessa. Il tutto considerando l'influenza che può avere l'evoluzione di specifici fattori interni ed esterni all'impresa. La formula di riferimento risulta essere una rettifica per i dividendi della formula teorizzata da Black-Scholes ripetuta per p opzioni di flessibilità generate dalla fusione:

$$\bar{S}_O = \sum_{h=1}^p O_h = \sum_{h=1}^p [Se^{-yt}N(d_1) - Ke^{-rt}N(d_2)]_h$$

In relazione all'equazione riportata, S risulta essere il valore attuale del piano strategico di sviluppo, K la spesa da sostenere per l'implementazione pratica del progetto, r il tasso di interesse privo di rischio, t gli anni residui alla scadenza, y il tasso di dividendo istantaneo, ed infine $N(d_1)$ e $N(d_2)$ ¹²¹ corrispondono alle funzioni inerenti la distribuzione normale cumulata con variabili normali standardizzate. Per la stima delle sinergie in questione è importante utilizzare una certa prudenza, soprattutto considerate le difficoltà che possono essere riscontrate nello stabilire adeguatamente le previsioni sottostanti la valutazione.

L'ultima sinergia da tenere in considerazione in riferimento al modello proposto è quella riguardante i differenti profili di rischio delle società combinate (\bar{S}_R). I benefici sinergici in questione non possono essere stimati in via diretta visto che il rischio risulta essere un fattore qualitativo riguardante i flussi di cassa e non quantitativo. Di conseguenza, per ottenere il valore ricercato, il modello suggerisce di confrontare il valore delle imprese come unità del soggetto economico oppure tenendo conto dell'indipendenza gestionale, sempre ipotizzando che non vi siano differenze in termini di redditività. Infine, considerando i benefici sinergici in questione come rendite perpetue, la formula di riferimento risulta essere la seguente:

$$\bar{S}_R = \left[\sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iA} + FCFO_{iB})}{(1 + WACC^{**})^i} + \frac{(FCFO_A + FCFO_B)(1 + WACC^{**})^{-t}}{WACC^{**}} - D_A - D_B \right] +$$

$$- \left[\sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iA})}{(1 + WACC_A^{**})^i} + \frac{(FCFO_A)(1 + WACC_A^{**})^{-t}}{WACC_A^{**}} - D_A \right] +$$

$$- \left[\sum_{i=1}^t \frac{(FCFO_{iB})}{(1 + WACC_B^{**})^i} + \frac{(FCFO_B)(1 + WACC_B^{**})^{-t}}{WACC_B^{**}} - D_B \right]$$

Entrando nello specifico delle variabili che compongono l'equazione, i $FCFO_i$ sono i flussi di cassa operativi della società A ($FCFO_{iA}$) e della società B ($FCFO_{iB}$), mentre i $FCFO$ rappresentano i flussi di cassa medi operativi delle due imprese ($FCFO_A$ e $FCFO_B$). Infine, D_A e D_B rappresentano il valore assunto dai debiti mentre $WACC_A^{**}$ e $WACC_B^{**}$ corrispondono ai tassi di sconto delle società A e B prima dell'operazione straordinaria rettificati come descritto in precedenza per il generale $WACC^{**}$.

¹²¹ Nello specifico, le formule di riferimento per il calcolo di d_1 e d_2 risultano essere le seguenti:

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - y + \frac{\sigma^2}{2}\right)}{\sigma\sqrt{t}} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} \quad \text{dove } \sigma^2 \text{ è la varianza del logaritmo riguardante l'attività sottostante.}$$

In conclusione, effettuando alcune semplificazioni matematiche e unendo le varie formule descritte per il calcolo delle singole sinergie è possibile ottenere la formula completa per il calcolo dei benefici sinergici, che risulta essere la seguente:

$$\begin{aligned}
 S = & \left[\sum_{i=1}^t \frac{(\text{FCFO}_{iAB})}{(1 + \text{WACC}^{**})^i} + \frac{(\text{FCFO}_{AB})(1 + \text{WACC}^{**})^{-t}}{\text{WACC}^{**}} \right] + \\
 & - \left[\sum_{i=1}^t \frac{(\text{FCFO}_{iA})}{(1 + \text{WACC}_A^{**})^i} + \frac{(\text{FCFO}_A)(1 + \text{WACC}_A^{**})^{-t}}{\text{WACC}_A^{**}} \right] + \\
 & - \left[\sum_{i=1}^t \frac{(\text{FCFO}_{iB})}{(1 + \text{WACC}_B^{**})^i} + \frac{(\text{FCFO}_B)(1 + \text{WACC}_B^{**})^{-t}}{\text{WACC}_B^{**}} \right] + \\
 & + \sum_{h=1}^p [Se^{-yt}N(d_1) - Ke^{-rt}N(d_2)]_h - \Delta D_{AB}
 \end{aligned}$$

Un'ultima considerazione riguarda quello che succede nella prassi. Secondo una ricerca di Fiorentino e Garzella¹²², la maggior parte degli esperti (il 77,78%) di operazioni di M&A utilizzano come modello primario di valutazione delle sinergie quello del VAN (presumibilmente con approccio basato sul *DCF method*), mentre come approccio più utilizzato per il controllo dei risultati ottenuti con quello principale, prevale su tutti quello basato sulla valutazione relativa (45,45%). In ogni caso, la stragrande maggioranza degli esperti di operazioni straordinarie (70,97%) considera il metodo del valore attuale netto come il più idoneo per valutare correttamente le sinergie in un'operazione di M&A.

2.8 Effettiva applicazione delle varie metodologie valutative per settore

Con i prossimi due paragrafi si analizza quale sia l'utilizzo dei metodi valutativi descritti nel presente capitolo in base al settore preso in considerazione. Infatti, verrà analizzata in *primis* l'applicabilità degli approcci valutativi al settore industriale e in *secundis* verrà effettuata un'analisi speculare con riferimento al settore finanziario, così da poter osservare se i casi Essilor-Luxottica e Intesa Sanpaolo-UBI Banca (capitoli 3 e 4) effettivamente risultino essere in linea con le aspettative.

2.8.1 Applicazione nel settore industriale

Prima di evidenziare quali sono le metodologie valutative maggiormente utilizzate nel settore industriale, è importante premettere che il macrosettore in questione è caratterizzato da

¹²² Si veda "The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and acquisitions", R. Fiorentino, S. Garzella, International Research Journal of Finance and Economics (2014), Issue 124, p.77-78.

molteplici settori specifici¹²³ e l'utilizzo delle metodologie valutative può variare anche in maniera significativa in base a quello che è l'effettivo *business* dell'impresa valutanda. L'obiettivo di questo paragrafo è, quindi, esclusivamente quello di fornire un quadro generale, senza entrare eccessivamente nello specifico, sull'utilizzo dei vari approcci valutativi.

Partendo dalle prime metodologie descritte nel capitolo, si può evidenziare il fatto che i modelli patrimoniale, reddituale e misto patrimoniale-reddituale possono essere utilizzati per la valutazione delle imprese industriali senza particolari problematiche. Soprattutto l'ultimo menzionato, quello misto, trova come ambito di massima adozione proprio la stima del valore del capitale economico delle imprese industriali, in particolare quando è presente un certo equilibrio tra capitale investito e redditività¹²⁴. Quest'ultima metodologia garantisce il vantaggio di stimare il sovrareddito in maniera prudentiale e di attribuire, quindi, un valore alle società inferiore rispetto a quello potrebbe essere ottenuto con altre metodologie valutative. Di contro trova difficoltà valutative quando l'impresa oggetto di valutazione presenta significativi beni immateriali che vengono valutati autonomamente. Come già evidenziato ad inizio capitolo i limiti già descritti e riguardanti le metodologie in questione, hanno fatto sì che il loro utilizzo nella prassi diminuisse nel tempo ed oggi, anche con riferimento al settore industriale, il metodo patrimoniale, quello reddituale e quello misto sono sostanzialmente caduti in disuso. Per quanto riguarda i metodi finanziari, invece, il metodo del *Dividend Discount Model* viene abbastanza utilizzato anche se spesso subisce delle modifiche per essere in linea con le caratteristiche della società che dev'essere valutata. Occorre tuttavia precisare che l'altro metodo finanziario, quello del *Discounted Cash Flow*, risulta essere maggiormente applicato nella prassi per la valutazione delle società industriali. Infatti, generalmente, il *DCF method* è l'approccio valutativo principale e il preferito nella valutazione delle imprese appartenenti al settore industriale, insieme alla metodologia di valutazione relativa basata sulle società comparabili (nella declinazione del *PE model*)¹²⁵. È opportuno ricordare, però, che nonostante vengano utilizzati anche come metodologie principali, gli approcci valutativi relativi (società comparabili e

¹²³ Alcuni esempi di settori appartenenti al comparto industriale sono: settore dell'occhialeria (di nostro particolare interesse vista la trattazione del caso Essilor-Luxottica), settore siderurgico, settore alimentare, settore automobilistico, settore farmaceutico, settore chimico, settore ICT, settore manifatturiero, settore delle costruzioni, settore dell'elettronica, settore metallurgico e settore siderurgico.

¹²⁴ In merito si veda, "*Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*", Luca Francesco Franceschi, Milano, EDUCatt (2007), p.36.

¹²⁵ Per approfondimenti: "*What Valuation Models Do Analysts Use?*", Efthimios G Demirakos, Norman C. Strong, Martin Walker, *Accounting Horizons* (2004), pp. 221-240.

transazioni comparabili) generalmente hanno la funzione di controllo dei valori determinati con altre metodologie. Infine, i metodi basati sul *target price* degli analisti finanziari e quelli basati sui prezzi di Borsa stanno acquisendo sempre più importanza e sono sempre di più utilizzati nella prassi grazie ai vantaggi già descritti nei paragrafi precedenti che garantiscono in sede di valutazione semplicità e velocità di applicazione.

2.8.2 Applicazione nel settore finanziario

Il settore finanziario è in prevalenza composto da quelle società che erogano sul mercato servizi finanziari e che sono focalizzate sulla gestione delle risorse monetarie dei clienti. Nonostante del settore finanziario facciano parte anche le imprese assicuratrici, i fondi di investimento, le agenzie immobiliari e altre società che offrono servizi di intermediazione finanziaria, quello che ci interessa maggiormente approfondire è l'utilizzo delle varie metodologie valutative soprattutto in relazione alle banche o agli istituti di credito vista la trattazione, nel quarto capitolo, di un'operazione di M&A proprio tra due gruppi bancari (caso Intesa Sanpaolo-UBI Banca).

Partendo dall'utilizzo dei metodi patrimoniale, reddituale e misto, possiamo sottolineare che questi risultavano essere i metodi maggiormente utilizzati negli anni Ottanta e Novanta, quando la valutazione bancaria ha iniziato ad assumere una certa rilevanza come diretta conseguenza delle privatizzazioni avvenute nel settore. Il metodo patrimoniale permetteva di stabilire il valore dell'avviamento correlato alla raccolta attraverso l'utilizzo di metodologie empiriche, mentre i metodi reddituale e misto permettevano di risalire al valore in questione attraverso un'analisi fondamentale e tenendo conto dei risultati reddituali. Al pari del settore industriale, però, i metodi in questione con il passare degli anni sono stati utilizzati sempre meno e hanno perso significativamente rilevanza ed applicazione pratica. Infatti, nella prassi degli ultimi anni ha preso sempre più campo l'utilizzo delle metodologie valutative finanziarie e di quelle basate sul mercato. Entrando maggiormente nello specifico dei metodi appena menzionati, è doveroso sottolineare che a causa delle problematiche¹²⁶ generate dal fatto che risulta essere estremamente difficile scindere la gestione operativa da quella finanziaria di un istituto di credito, è sempre stata preferita nella prassi l'applicazione di una metodologia di tipo *levered* e in sostanza, quindi, *equity side*. Sulla base di quanto appena evidenziato, nonostante anche il

¹²⁶ Nello specifico, le problematiche in questione riguardano le difficoltà nell'individuare la quota di debito effettiva, difficoltà nell'idonea stima del WACC e difficoltà nel considerare i vincoli normativi che limitano l'operatività degli istituti di credito.

generale *Discounted Cash Flow Method* risulti essere largamente utilizzato, l'approccio valutativo finanziario più implementato nella prassi è quello del *Dividend Discount Model*, visto che, tra i vari aspetti, generalmente le banche distribuiscono dividendi in maniera stabile e difficilmente reinvestono in capitale fisso e circolante. Occorre precisare che, al posto dell'approccio valutativo del DDM puro, viene utilizzata una sua variante che è quella dell'*Excess Capital* (EC)¹²⁷. L'EC si ottiene effettuando la differenza tra patrimonio ottimale (dipendente dai livelli minimi di capitalizzazione previsti dalle norme specifiche del settore e dal patrimonio necessario all'istituto finanziario per svolgere la propria attività normalmente) e il patrimonio aziendale. È opportuno tenere in considerazione l'*Excess Capital* perché indica parte del patrimonio netto che potrebbe essere distribuita in quanto non necessaria per la normale operatività della banca e quindi risulta essere un extra-valore (o un *deficit*) importante per i fini valutativi.¹²⁸ Con riferimento ai metodi valutativi basati sul mercato, invece, tra l'approccio delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili, nella prassi viene preferito il primo e nello specifico i multipli maggiormente utilizzati sono il P/E e il P/BV¹²⁹. Come già evidenziato nella descrizione generale del modello valutativo, la corretta scelta dei *comparables* è cruciale e lo è ancor di più con riferimento al settore finanziario, dove occorre prestare particolare attenzione ad alcuni fattori come storia, livello di rischio e tasso di crescita. Infine, per le stesse ragioni descritte per il settore industriale, i metodi basati sul *target price* degli analisti finanziari e quelli basati sui prezzi di borsa risultano essere sempre di più utilizzati nella prassi, anche in riferimento alla valutazione degli istituti bancari.

¹²⁷ In merito si veda: “*La valutazione d’azienda in settori specifici di attività*”, Roberto Maglio, Giuffrè Editore (2017), pp.181-206.

¹²⁸ Nell'applicazione del DDM *model*, nella sua variante dell'*Excess Capital*, la formula di riferimento nel calcolo diventa la seguente: $P_0 = EC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{Div_t + \Delta EC_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n} + SA$.

¹²⁹ In merito all'utilizzo dei multipli, in alcune circostanze è consigliabile effettuare un aggiustamento dei rapporti in questione per tenere conto dell'*Excess Capital*. Per approfondimenti si rimanda a “*The Valuation of Financial Companies: Tools and techniques to value banks, insurance companies, and other financial institutions*” M. Massari, G. Granfrate, L. Zanetti, Wiley (2014), pp. 126-129.

Capitolo 3 – La valutazione nel settore industriale: caso Essilor - Luxottica

Introduzione

Nell'ottobre 2018 è stata completata con successo una delle operazioni di fusione e di acquisizione più rilevanti degli ultimi decenni. La fusione in questione, del valore di €46 miliardi, è avvenuta tra il colosso francese Essilor e quello italiano Luxottica. Entrambe le società risultano essere operanti nel settore dell'occhialeria e con questa operazione straordinaria hanno dato vita ad una società da oltre €16 miliardi di fatturato e €57 di capitalizzazione¹³⁰. Il presente capitolo si pone, quindi, l'obiettivo di analizzare l'operazione. Partendo da una breve descrizione storica delle società, l'analisi si sposterà, poi, sulle caratteristiche economico, patrimoniali e finanziarie delle due imprese nei tre anni antecedenti il *deal*. Verranno poi analizzate le caratteristiche del settore di riferimento fino ad arrivare alla descrizione dell'operazione di fusione vera e propria e dell'impatto che quest'ultima ha avuto sui mercati finanziari. Il capitolo terminerà con la descrizione delle metodologie valutative utilizzate, con un *reverse engineering* finalizzato alla ricostruzione di uno degli approcci valutativi e con un'analisi riguardante sinergie e costi di integrazione.

3.1 Luxottica Group S.p.A.: descrizione storica

Luxottica¹³¹ nacque nel 1961 ad Agordo, piccolo paese veneto della provincia di Belluno che conta circa 4000 abitanti¹³². La società venne fondata da Leonardo Del Vecchio. Inizialmente Luxottica si riserbò esclusivamente il ruolo di terzista, ma in soli dieci anni diventò produttrice di occhiali, gestendo l'intero processo di fabbricazione. Nel 1974, avviò un importante processo di crescita per vie esterne perseguendo l'obiettivo di integrarsi verticalmente¹³³ ed accedere, così, alla distribuzione *wholesale*¹³⁴, sia in Italia che all'estero. Negli anni successivi, la società con sede ad Agordo, firmò importanti contratti di *licensing* (come quello con Armani) avviando così un *trend* che ha portato Luxottica a possedere un prestigioso portafoglio di licenze¹³⁵. Nel

¹³⁰ Fonte: ansa.it

¹³¹ Il nome deriva dall'associazione tra le parole "lux" (tradotta in italiano dal latino significa luce) e "ottica".

¹³² Le informazioni sono state ricavate dal sito ufficiale della società: luxottica.com

¹³³ La ricerca delle sinergie ottenibili dall'integrazione verticale risulta essere uno dei *driver* principali che ha guidato le scelte di crescita per via esterna di Luxottica e lo è anche nel caso della fusione con Essilor.

¹³⁴ Attraverso la distribuzione *wholesale* il produttore non si interfaccia direttamente con il cliente finale, ma si serve di un intermediario commerciale, in questo caso di un grossista.

¹³⁵ Tra questi marchi vi sono Brooks Brothers, Bulgari, Chanel, Prada, Versace, Dolce&Gabbana, Burberry, Oakley, Ralph Lauren Corporation e Tiffany.

decennio 1990 - 2000 Luxottica effettuò importanti acquisizioni di marchi di società operanti nel settore dell'occhialeria. Nel 1990 acquistò Vogue Eyewear, nel 1995 Persol, nel 1999 Ray-ban e successivamente Lenscrafters. Il 4 dicembre 2000 fece il proprio ingresso nei mercati finanziari. I primi anni del ventunesimo secolo furono caratterizzati da una forte crescita del consolidamento della società in termini internazionali. Infatti, grazie alle acquisizioni di importanti catene come Sunglass hut, Opsm e Cole National, Luxottica pose le proprie radici in Australia, Nuova Zelanda e confermò un'importante presenza in Nord America. È proprio grazie a Sunglass Hut, che nel 2005, la società con sede ad Agordo avviò un'espansione che coinvolge anche i principali mercati emergenti come India, Medio Oriente e Sudafrica. Mentre sotto un punto di vista finanziario il valore borsistico delle azioni Luxottica continuò a crescere nel decennio che va dal 2005 al 2015 (salvo crollare nel 2008 a causa della crisi finanziaria) sotto un punto di vista strategico l'impresa di Delvecchio ha continuò inesorabilmente a crescere con importanti contratti di *licensing* e con le acquisizioni di Oakley Inc, di Multiópticas Internacional (società operante, attraverso le controllate, in Colombia, Perù, Cile ed Ecuador) del Grupo Tencol (società *leader* in Brasile), di Sun Planet (operante in Spagna e Portogallo) e di Alain Mikli International (società che opera nel settore del lusso in Francia). A partire dal 2013, l'attenzione della società bellunese, si spostò fortemente sullo sviluppo dell'*e-commerce*¹³⁶.

Nei tre anni antecedenti il completamento della fusione con Essilor, le scelte strategiche/di investimento di Luxottica non sono cambiate e sono proseguite sull'orma di quelle che hanno caratterizzato l'intera vita della società. Gli importanti accordi di *licensing* sono proseguiti, infatti, nel 2015 ne è stato siglato uno con Michael Kors, cui ha fatto seguito quello, parimenti importante, con Macy's per ottenere l'apertura di punti vendita LensCrafters all'interno dei loro magazzini. In termini innovativi, Luxottica ha continuato lo sviluppo degli *smart eyewear* con la creazione di Radar Pace e nel 2016 ha siglato un'importante accordo per ottenere l'apertura di negozi Sunglass Hut all'interno di Galeries Lafayette. Il 2017 è stato un anno assolutamente rilevante per Luxottica, che ha ottenuto una partecipazione di controllo in Salmoiraghi & Viganò, ha acquistato Óticas Carol (castena di ottica operante in Brasile) ed ottenne un accordo di Licensing con Valentino. Nello stesso anno Luxottica effettuò il completamento della procedura di *delisting*¹³⁷ dal New York Stock Exchange (NYSE). Infine, il 1° ottobre 2018, fu

¹³⁶ Lo sviluppo dell'*e-commerce* è stato reso possibile dall'acquisizione di Glasses.com (consente di provare gli occhiali da remoto) e dagli accordi con Google e Intel (per la creazione di occhiali intelligenti).

¹³⁷ Il termine *delisting* indica la cessazione delle negoziazioni in borsa da parte di una società.

confermato il completamento della fusione tra le società Essilor e Luxottica e la nascita del colosso EssilorLuxottica.

3.2 Luxottica Group S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

Nel paragrafo precedente è stata presa in considerazione la storia di Luxottica, dove sono stati sottolineati gli eventi più importanti che hanno caratterizzato la società bellunese negli anni. La descrizione storica si è soffermata sugli eventi che hanno delineato l'intera vita della società, evidenziando anche gli accadimenti che l'hanno riguardata nei tre anni antecedenti la fusione con Essilor. Questa suddivisione temporale assume particolare rilevanza anche e soprattutto in merito ai risultati patrimoniali economici e finanziari evidenziati dalla società in questione. Infatti, per poter analizzare e successivamente valutare un'operazione di M&A, nella prassi è doveroso tenere in considerazione i risultati ottenuti dalle società partecipanti al *deal* almeno nei tre esercizi antecedenti il completamento dell'operazione. Il processo di fusione è terminato con successo il primo ottobre del 2018 e ai fini della nostra analisi, è importante, quindi, analizzare e comparare i risultati economici, finanziari e patrimoniali ottenuti da Luxottica negli anni 2015, 2016 e 2017 così da delineare in maniera quanto più appropriata possibile lo stato di salute che evidenziava la società prima dell'operazione straordinaria.

3.2.1 Situazione patrimoniale

In merito alla situazione patrimoniale di Luxottica nei tre anni antecedenti la fusione occorre elaborare delle considerazioni su quelle che sono le variazioni più significative che vengono riscontrate per quanto concerne gli *assets* (attività), le *liabilities* (passività) e l'*equity* (patrimonio netto)¹³⁸.

Partendo proprio dalle attività (si veda in merito la tabella 3) è possibile constatare il progressivo aumento delle *current asset* (attività correnti) che da un valore pari a circa 2,829 miliardi di euro del 2015, hanno raggiunto un valore di 3,167 miliardi di euro nel 2017, passando per il valore assunto nel 2016¹³⁹ pari a circa 3,027 miliardi di euro. Questo significativo aumento è

¹³⁸ I dati e le informazioni sono stati ricavati dalle relazioni di gestione della società degli anni 2015, 2016 e 2017, che sono disponibili sul sito luxottica.com.

¹³⁹ I saldi del 2016 risultano essere stati modificati nella relazione di gestione del 2017 rispetto a quelli evidenziati nella relazione di gestione del 2016. Per questa ragione nelle figure in cui sono riportati i valori di bilancio è presente la scritta "2016 restated". Questo cambiamento è stato effettuato per rispecchiare gli effetti descritti nella nota 4 (Aggregazioni aziendali) delle note di commento della relazione di gestione 2017, a cui si rimanda per approfondimenti.

imputabile principalmente alla voce *cash and cash equivalents* (disponibilità liquide) che ha evidenziato una variazione positiva del 34% tra l'anno 2016 e 2017. Grazie, inoltre, all'incremento di 85,71 milioni rispetto al 2015 degli *accounts receivable* (crediti commerciali), derivante principalmente dall'aumento dei crediti nel settore assicurativo statunitense e dall'incremento dei volumi di vendita, Luxottica ha mostrato di aver raggiunto un risultato positivo in merito alla gestione delle attività correnti. Tutto questo nonostante sia presente un decremento di circa 106,2 milioni rispetto al 2017 delle altre attività (*other current Assets e assets available for sale*) dovuto principalmente alla cessione di un immobile di proprietà del gruppo. Per quanto riguarda le “non-current assets” (attività non correnti) la società bellunese è passata da circa 6,82 miliardi di euro del 2015 a circa 7,27 miliardi del 2016 per poi scendere di nuovo ed assumere nel 2017 un valore pari a circa 6,88 miliardi di euro. L'incremento di circa 452 milioni registrato tra il 2015 e il 2016 è imputabile principalmente all'incremento delle *property, plant and equipment* (immobilizzazioni materiali) pari a circa 237 milioni e all'aumento della voce *goodwill* (avviamento) di circa 274 milioni. L'incremento delle immobilizzazioni materiali è riconducibile principalmente agli acquisti effettuati nel periodo di riferimento e all'acquisizione del controllo su Salmoraghi & Viganò. La variazione positiva dell'avviamento, invece, è attribuibile alla variazione dei cambi di conversione e alle aggregazioni aziendali. Comparando invece i valori evidenziati da Luxottica tra il 2016 e il 2017 è possibile attribuire la netta diminuzione delle attività non correnti al *goodwill e agli intangible assets*. L'avviamento evidenzia una diminuzione di circa 242,6 milioni di euro, dovuto all'effetto negativo della variazione dei cambi, le immobilizzazioni materiali mostrano una variazione negativa di 251,8 milioni di euro dovuta, anche quest'ultima, alla variazione dei cambi di conversione e, in aggiunta, agli ammortamenti. Occorre, infine sottolineare, che le immobilizzazioni materiali sono cresciute anche tra il 2016 e il 2017, evidenziando una variazione positiva di circa 8%. In conclusione, i *total assets* (attività totali) sono passati da un valore di circa 9,64 miliardi nel 2015, ad un valore di 10,3 miliardi nel 2016 per scendere di nuovo a 10,04 miliardi nel 2017. L'andamento dei valori appena descritti rispecchia esattamente l'andamento delle attività non correnti, mentre occorre sottolineare di nuovo il *trend* positivo riguardante le attività correnti che sono continuate a crescere per tutti e tre gli anni antecedenti la fusione.

(Ammontare in migliaia di euro)	2017	2016 restated*	2015
ASSETS			
CURRENT ASSETS:			
Cash and cash equivalents	1,159,320	866,864	864,852
Accounts receivable	943,770	932,340	858,053
Inventory	831,549	893,472	833,272
Other current Assets	232,821	287,759	272,932
Assets available for sale	-	51,284	-
Total current assets	3,167,467	3,027,618	2,829,109
NON-CURRENT ASSETS:			
Property, plant and equipment	1,808,834	1,672,554	1,435,524
Goodwill	3,622,396	3,864,955	3,596,983
Intangible assets	1,225,475	1,477,316	1,442,148
Investments	14,488	20,186	65,378
Other assets	73,756	97,300	105,574
Deferred tax assets	130,454	133,369	174,433
Total non-current assets	6,875,403	7,265,680	6,820,040
TOTAL ASSETS	10,042,870	10,297,400	9,649,148

Tabella 3. Luxottica: attività

Andando, adesso, ad osservare le passività e il patrimonio netto (tabella 4) è possibile effettuare importanti considerazioni su quelli che sono gli impegni finanziari di breve e di lungo termine assunti da Luxottica e sul capitale a garanzia di terzi. Le *total current liabilities* (passività correnti) sono passate da un valore di circa 1,90 miliardi nel 2015 ad un valore di circa 2,09 miliardi del 2017, toccando i 2,27 miliardi del 2016. La variazione positiva tra il 2015 e il 2016 è riconducibile principalmente all'incremento di 207,6 milioni degli *short term borrowings* (debiti finanziari a breve termine) e all'incremento degli *short term provisions for risk and other charges* (fondo per rischi e oneri) di circa 26,9 milioni. I debiti finanziari a breve termine hanno registrato la variazione positiva in questione in quanto sono aumentate tra un esercizio e l'altro le linee di credito utilizzate dalle società dell'intero gruppo, mentre scomponendo la voce "fondo per rischi e oneri" è possibile constatare un significativo aumento nel fondo rischi fiscali e nel fondo resi. Analizzando, invece, la variazione negativa delle passività correnti tra il 2016 e il 2017, è possibile ricondurre quest'ultima al decremento dei debiti finanziari di breve termine per 135 milioni di euro (dovuto alla diminuzione delle linee di credito utilizzate) e al decremento degli *accounts payable* (debiti verso i fornitori) di 37,7 milioni di euro, diminuzione causata dalla modifica delle condizioni contrattuali con i fornitori che ha portato importanti vantaggi a Luxottica. Le passività correnti risultano essere complessivamente aumentate rispetto al 2015, ma occorre sottolineare la netta diminuzione registrata tra il 2016 e il 2017. Andando, adesso, ad osservare le *non current liabilities* (passività non correnti) è possibile constatare come quest'ultime siano passate da circa 2,32 miliardi di euro del 2015 a circa 2,14 miliardi del 2017, passando per i 2,29 miliardi del 2016. Questa progressiva diminuzione è

riconducibile principalmente alla riduzione dei *long term debits* (debiti a lungo termine), passati da un valore pari a circa 1,71 miliardi del 2015 a 1,67 miliardi circa del 2017. La diminuzione è dovuta al rimborso di due *private placement*¹⁴⁰ a scadenza, di un rimborso anticipato e del rimborso di un finanziamento sottoscritto da Salmoraghi e Viganò. Un'altra voce che ha avuto una significativa diminuzione soprattutto tra il 2017 e il 2018 è la voce *deferred tax liabilities* (imposte differite passive), la quale ha registrato una variazione negativa del 42% (circa 109,2 milioni) riconducibile alla riforma fiscale americana, che ha diminuito in maniera sostanziale le imposte gravanti sull'intero gruppo. In conclusione, le passività totali sono aumentate tra il 2015 e il 2017 di circa 5 milioni, ma occorre sottolineare la netta diminuzione registrata tra il 2016 e il 2017 di circa 279 milioni di euro. Questo andamento rispecchia il *trend* evidenziato dalle passività correnti, mentre si discosta da quello delle passività non correnti in quanto risultano diminuire ogni anno nel periodo preso in considerazione. Lo *stockholders' equity* (patrimonio netto) non risulta subire importanti variazioni. Infatti, si attesta sia nel 2016 che nel 2017 intorno ai 5,8 miliardi di euro. Tra il 2015 e il 2016, invece, risulta presentare una variazione positiva pari a circa 400 milioni, imputabile principalmente all'aumento delle *reserves* (riserve) e del *Luxottica Group stockholders' equity* (patrimonio netto di gruppo).

(Ammontare in migliaia di euro)	2017	2016 restated*	2015
LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY			
CURRENT LIABILITIES:			
Short term borrowings	77,486	208,813	110,450
Current portion of long-term deb	150,411	154,094	44,882
Accounts payable	906,749	944,402	927,186
Income taxes payable	22,299	17,238	34,179
Short term provisions for risks and other charge	169,226	145,701	118,779
Other liabilities	764,394	745,921	671,424
Total current liabilities	2,090,564	2,216,168	1,906,900
NON-CURRENT LIABILITIES:			
Long-term debt	1,671,281	1,680,951	1,715,104
Employee benefits	121,555	159,364	136,200
Deferred tax liabilities	147,843	257,036	277,327
Long term provisions for risks and other charges	130,453	122,107	104,508
Other liabilities	74,626	79,783	91,391
Total non-current liabilities	2,145,758	2,299,241	2,324,529
STOCKHOLDERS' EQUITY:			
Capital stock	29,101	29,051	29,019
Legal reserve	5,811	5,805	5,784
Reserves	4,984,405	5,162,798	4,642,238
Treasury shares	(256,678)	(269,755)	(68,636)
Net income	1,038,445	848,137	804,119
Luxottica Group stockholders' equity	5,801,085	5,776,036	5,412,524
Non-controlling interests	5,463	5,954	5,196
Total stockholders' equity	5,806,548	5,781,990	5,417,719
TOTAL LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY	10,042,870	10,297,400	9,649,148

Tabella 4. Luxottica: passività e patrimonio netto

¹⁴⁰ Il *Private Placement* è una modalità attraverso la quale è possibile emettere titoli sul mercato primario.

3.2.2 Andamento economico

Peculiarmente all'analisi effettuata per la situazione patrimoniale, è necessario analizzare la situazione economica (tabella 5) che ha caratterizzato Luxottica nei tre anni antecedenti la fusione, così da cercare di ottenere considerazioni rilevanti in merito alla operatività della società di Delvecchio. Partendo dalle *net sales* (vendite nette), la società evidenzia una tendenza assolutamente positiva. Infatti, quest'ultime sono aumentate in tutti e tre gli anni partendo da circa 8,83 miliardi di euro nel 2015 e arrivando a circa 9,16 miliardi nel 2017 passando per i 9,08 miliardi del 2016. Senza entrare eccessivamente nel dettaglio, la variazione positiva registrata nei tre anni è dovuta essenzialmente all'incremento delle vendite nella divisione *retail* nettamente superiore rispetto al continuo decremento delle vendite nella divisione *wholesale*. Sebbene la tendenza riguardante le *net sales* risulti essere positiva, occorre precisare che anche il *cost of sales* (costo del venduto) è aumentato progressivamente in tutti e tre gli anni antecedenti la fusione, passando da circa 2,8 miliardi di euro del 2015 a circa 3,2 miliardi del 2017. Il progressivo aumento in questione è attribuibile principalmente all'incremento della produzione media di montature giornaliera e alla differente rappresentazione di alcuni costi di ricerca e sviluppo. Quanto appena descritto va quindi ad impattare in maniera negativa sul *gross profit* (utile lordo industriale) che risulta diminuire progressivamente nei tre anni in questione passando da circa 6 miliardi di euro del 2015 a 5,8 miliardi del 2017. Analizzando le *total operating expenses* (totale spese operative) si può riscontrare che nell'arco dei tre anni risultano essere progressivamente diminuite andando ad attestarsi nel 2017 ad un valore pari a circa 4,5 miliardi di euro. Infatti, nonostante il progressivo aumento delle *selling* (spese di vendita,) la continua diminuzione delle *royalties*, delle *advertising* (spese in pubblicità) e delle *general and administrative* (Spese generali ed amministrative) ha permesso a Luxottica di diminuire le spese operative totali.¹⁴¹ A prescindere da questo, la diminuzione nei tre anni dell'utile lordo industriale risulta essere più che proporzionale rispetto alla diminuzione delle spese operative totali. Questo va ad impattare in maniera significativa sull'*income from operations* (utile operativo) che evidenzia un *trend* negativo nei tre anni antecedenti la fusione, passando da 1,37 miliardi circa del 2015 a 1,30 miliardi del 2017. Analizzando gli *other net income /expenses* (altri proventi/oneri) nel 2017 sono pari a circa -44 milioni, nel 2016 circa 28 milioni e nel 2015 circa 98 milioni. Ragionando in termini assoluti, la voce in questione, ha subito una netta diminuzione tra il 2015 e il 2016 mentre è tornata ad aumentare nel 2017, ma rimanendo

¹⁴¹ Questa diminuzione in termini di spese è dovuta in particolar modo alle iniziative di efficientamento avviate da Luxottica nel 2017.

comunque al di sotto del valore assunto nel primo anno preso in considerazione in questa analisi. La voce *financial income* (proventi finanziari) è costantemente cresciuta nei 3 anni di circa 7 milioni, mentre quella relativa alle *financial expenses* (oneri finanziari), dopo aver registrato una variazione negativa tra il 2015 e il 2016 di circa 25 milioni di euro, è tornata ad aumentare nel 2017 assumendo un valore pari a circa -107 milioni. Quest'ultimo incremento è imputabile all'aumento degli oneri finanziari non ricorrenti per un valore di circa 29 milioni. La variazione positiva registrata alla voce *other net income/expenses* (altri proventi/oneri netti) risulta essere pari a circa 8 milioni tra il 2016 e il 2017. Il provento in questione è riconducibile alla vendita di un immobile di proprietà del gruppo. Giungendo quindi, all' *income before taxes* (utile ante imposte), è possibile constatare come quest'ultimo assuma un valore pari a circa 1,25 miliardi di euro nel 2017, valore decisamente inferiore a quello del 2016 di circa 1,31 miliardi ed inferiore anche a quello assunto nel 2015 pari a 1,27 miliardi circa. Escludendo l'impatto fiscale, Luxottica presenta una tendenza leggermente negativa in termini di utile ante imposte negli anni in questione. Analizzando, infine, la voce *income taxes* (imposte sul reddito) è possibile osservare come quest'ultima risulti diminuire in maniera significativa nei tre anni di analisi (soprattutto tra il 2016 e il 2017). Infatti, grazie principalmente al *Patent Box*¹⁴² di Luxottica e alla riforma fiscale americana, le imposte sul reddito di esercizio di Luxottica sono diminuite dal 2015 al 2017 di circa 255 milioni e di circa 249 milioni solo tra il 2016 e il 2017. È proprio grazie a questa netta diminuzione che Luxottica presenta un *net income* (utile netto) in crescita durante tutto il periodo di riferimento. Infatti, da un utile netto pari a circa 807 milioni del 2015, Luxottica è arrivata a registrare un utile netto pari a 1,04 miliardi di euro.

¹⁴² Il *Patent Box* è un accordo firmato preventivamente da Luxottica con l'Agenzia delle Entrate italiana con la finalità di ottenere delle agevolazioni fiscali per alcuni marchi del portafoglio. Per approfondimenti si rimanda a: reuters.com

(Ammontare in migliaia di euro)	2017	2016 restated*	2015
Net sales	9,157,291	9,085,707	8,836,578
Cost of sales	3,282,098	3,153,264	2,835,426
of which non-recurring	-	95,000	694,000
Gross profit	5,875,194	5,932,443	6,001,152
Selling	3,025,835	2,889,177	2,778,837
of which non-recurring	-	420,000	5,519
Royalties	164,043	169,890	168,669
Advertising	501,748	567,895	589,718
General and administrative	882,971	960,214	1,087,484
of which non-recurring	26,105	16,861	60,149
Total operating expenses	4,574,597	4,587,176	4,624,708
Income from operations	1,300,596	1,345,267	1,376,445
Other income/(expense)			
Financial income	18,199	15,469	11,190
Financial expenses	(107,746)	(81,528)	(106,439)
of which non-recurring	(29,540)	-	-
Other net income /(expenses)	45,441	37,099	(3,281)
of which non-recurring	48,675	33,358	-
Total other income/(expenses)	(44,106)	(28,960)	(98,530)
Income before taxes	1,256,490	1,316,307	1,277,914
Income taxes	(216,085)	(466,373)	(471,042)
of which non-recurring	162,600	5,421	16,527
Net income	1,040,40	849,934	806,873
Of which attributable to			
—Luxottica Group stockholders	1,038,445	848,137	804,119
—Non-controlling interests	1,960	1,797	2,753

Tabella 5. Luxottica: andamento economico

3.2.3 Situazione finanziaria

In merito alla situazione finanziaria di Luxottica è possibile constatare (tabella 6) come la società di Delvecchio sia riuscita a generare liquidità nei due anni subito antecedenti la fusione con Essilor. Infatti, nonostante nel 2015 la società bellunese sia passata da 1,5 miliardi di *cash and cash equivalent at the beginning of the period* (disponibilità liquide e mezzi equivalenti all'inizio del periodo) a circa 864 milioni di *cash and cash equivalent at the end of the period* (disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine del periodo), negli anni successivi, grazie all'ottima gestione del *management*, è sempre riuscita a generare liquidità. Infatti, nel 2016 è passata da disponibilità liquide all'inizio del periodo di riferimento pari a circa 864 milioni a disponibilità liquide alla fine dell'esercizio pari a 866 milioni e, nel 2017, è riuscita ad incrementare la liquidità di circa 293 milioni di euro, passando da 866 milioni di liquidità di inizio periodo a circa 1,16 miliardi di euro di liquidità fine periodo. Entrando nel merito dei fattori che hanno permesso a Luxottica di raggiungere una proficua gestione finanziaria, occorre sottolineare la diminuzione di circa 780 milioni di euro avvenuta nel 2016 (rispetto al 2015) della liquidità utilizzata per le operazioni di finanziamento (es. pagamento di dividendi e

acquisto azioni proprie). Ad impattare invece sull'ottima gestione del 2017 occorre evidenziare l'aumento di circa 292 milioni del *net cash provided by operating activities* (disponibilità generate dall'attività operativa) riconducibile al decremento delle imposte pagate e al significativo aumento della generazione di cassa derivante da altre attività e passività. Un'ultima considerazione da effettuare riguarda la posizione finanziaria netta che è passata da un valore di circa 1,005 miliardi di euro del 2015 a 1,176 miliardi di euro del 2016 per poi attestarsi a circa 0,740 miliardi di euro del 2017.

In sostanza l'esposizione creditizia al netto della liquidità è complessivamente diminuita nei tre anni di analisi ed è possibile considerare come positiva la generazione di cassa di Luxottica nel periodo preso in considerazione.

(Ammontare in migliaia di euro)	2017	2016	2015
A) Cash and cash equivalents at the beginning of the period	866,864	864,852	1,453,587
B) Net cash provided by operating activities	1,603,240	1,311,269	1,197,291
C) Cash provided/(used) used in investing activities	(700,204)	(763,711)	(483,319)
D) Cash provided/(used) in financing activities	(530,694)	(572,415)	(1,354,291)
E) Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents	(79,886)	26,869	51,582
F) Net change in cash and cash equivalents	292,456	2,011	(588,735)
G) Cash and cash equivalents at the end of the period	1,159,320	866,864	864,852

Tabella 6. Luxottica: situazione finanziaria (versione sintetica)

3.3 Essilor International: descrizione storica

Essilor nacque a Parigi nel 1849 come associazione fraterna, avente il nome “*Association Fraternelle des Ouvriers Lunetiers*” (successivamente nominata Société des Lunetiers - SL)¹⁴³. L'attività si concentrò fin da subito sul settore dell'occhialeria. Qualche anno più tardi, nel 1867, la società parigina iniziò ad espandersi acquistando la fabbrica Battants ed avviò un importante processo di internazionalizzazione in Gran Bretagna, in Europa, in America e nel Medio Oriente. Sotto il punto di vista innovativo era una delle società più attive del settore, infatti, è stata sua l'invenzione della lente “Stigma” avvenuta nel 1927, la quale garantiva una precisione e una qualità senza precedenti.

Nel 1938 Georges Lissac fondò l'azienda Lissac Brothers e aprì un negozio rivoluzionario a Parigi, in cui i clienti potevano ottenere un esame della vista gratuito. I venti anni successivi furono caratterizzati da innovazioni e successi sia per SL che per SIL (*Société industrielle de lunetterie*). Quest'ultima era il ramo industriale dell'azienda dei fratelli Lissac. Nel 1959,

¹⁴³ Le informazioni sono state ricavate dal sito ufficiale della società: essilor.com

mentre SL ha brevettato delle lenti rivoluzionarie per la correzione della presbiopia, una filiale di Lissac di nome LOR lanciò un'altra importante innovazione, la lente organica. Dopo i numerosi successi ottenuti in campo nazionale e internazionale, la Société des Lunetiers cambiò nome e nel 1962 diventò Essel. In seguito alla morte di Lissac SIL e LOR, le due società del gruppo, si fusero dando vita a Silor. Questa unione pose definitivamente le basi per dare vita, nel 1972, alla società che tutt'oggi è conosciuta come Essilor, nata proprio dal "matrimonio" tra Silor ed Essel. Con questa unione fu fondato uno dei gruppi più importanti nella storia dell'ottica mondiale. Il processo di crescita della società continuò inesorabilmente e nel 1974 venne creata una "seconda rete" nel mercato francese dal nome "BBGR", risultante dalla fusione tra Benoist-Berthiot e Guilbert-Routit (entrambe società operanti nel settore delle lenti ottiche). Un altro traguardo storico della società fu raggiunto, solo un anno più tardi, quando Essilor diventò pubblica quotandosi in borsa. Nei venti anni successivi Essilor collezionò un successo dopo l'altro, sia in termini innovativi (es. erogazione sul mercato della prima lente progressiva organica Varilux) sia in termini di internazionalizzazione (con attenzione particolare al mercato Asiatico, agli Stati Uniti e al Texas). Proprio come Luxottica, anche Essilor fu molto attiva nella crescita per vie esterne e nel 1995 completò l'acquisizione di Gentex Optics (società operante con le lenti organiche leggere e infrangibili) mentre, nel 1998, aprì il primo stabilimento in Cina così da servire il mercato asiatico. Il primo decennio del ventunesimo secolo continuò ad essere un periodo estremamente proficuo in termini di innovazioni grazie alla JV con Nikon, all'erogazione sul mercato di lenti personalizzabili e di lenti che riescono a percepire le variazioni della pupilla. Nel 2008 Essilor è stata protagonista di un'altra acquisizione, quella di Satisloh, leader nella produzione di apparecchiature da laboratorio e nell'ottica di precisione. Gli anni successivi furono caratterizzati da importanti partnership, dalla continua innovazione e dall'entrata della società nel mondo dell'e-commerce avvenuta nel 2009 grazie all'acquisizione della società americana Framesdirect.com. Nello stesso anno, Essilor, portò a termine anche l'acquisizione di FGX international, società di assoluto rilievo nella produzione e vendita di occhiali da lettura. È continuata anche nel 2010 la crescita per vie esterne della società francese, grazie all'acquisizione di Shamir Optical e Signet Armorlite. I successivi 5 anni furono contrassegnati da ulteriori acquisizioni (come quella di StyleMark e di Transitions), da numerose innovazioni (occhiale anti-appannaggio, lente UV Crizal e Varilux s series), da importanti attività in merito alla ricerca tecnologica in Europa, da un costante impegno in merito alla responsabilità sociale (con la costituzione di un comitato) e dal consolidamento delle vendite online.

La tipologia di eventi che hanno caratterizzato Essilor nei tre anni antecedenti la fusione è risultata essere la medesima che ha contraddistinto la società francese durante l'arco dell'intera vita. Infatti, nel 2015, oltre ad aver effettuato importanti investimenti in marketing per rivolgersi direttamente ai consumatori, Essilor proseguì un'intensa attività di innovazione producendo le lenti Eyezen, in grado di proteggere l'occhio da un eccessivo affaticamento. Negli anni antecedenti la fusione con Luxottica, Essilor non effettuò altre operazioni di finanza straordinaria, continuando, piuttosto, a concentrarsi sull'innovazione, con la creazione dell'Eye Protect System, per proteggere gli occhi, e sul sociale, con la cofondazione di "Vision For Life", volto a curare la vista di milioni di bambini. Nel 2017 Essilor ha annunciato un'importante accordo con la FIA per aumentare l'attenzione sull'importanza della buona visione alla guida. Infine, dopo alcune ulteriori innovazioni come Vision-R e Crizal Sapphire 360°, il primo ottobre 2018 fu ufficializzata la fusione tra Essilor e Luxottica, con cui nacque "EssilorLuxottica", colosso mondiale nel settore dell'ottica e degli occhiali.

3.4 Essilor International: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

In maniera speculare all'attività di analisi svolta per Luxottica, occorre analizzare anche la situazione patrimoniale, economica e finanziaria di Essilor nei tre anni antecedenti la fusione, così da avere chiaro in quali condizioni si è presentata la società francese all'operazione straordinaria. L'analisi che segue si concentrerà quindi sui risultati ottenuti negli esercizi 2015, 2016 e 2017.

3.4.1 Situazione patrimoniale

Analizzando la situazione patrimoniale di Essilor International è possibile trarre importanti conclusioni in merito alle variazioni che si sono presentate nei tre anni di analisi riguardanti gli *assets*, le *liabilities* e l'*equity*¹⁴⁴. Partendo proprio dalle attività è possibile constatare come in generale quest'ultime siano aumentate nell'arco dei tre anni passando da un valore di circa 11,9 miliardi di euro nel 2015 ad un valore di 12,3 miliardi nel 2017 (Tabella 7). Occorre precisare però che il valore massimo dei tre anni è stato raggiunto nel 2016, pari a circa 13,2 miliardi di euro. Di conseguenza le attività al 31 dicembre 2017 registrano un consistente calo rispetto all'esercizio precedente, evidenziando una variazione negativa di circa 860 milioni di euro. Entrando nello specifico è possibile constatare che le *non-current assets* presentano un valore

¹⁴⁴ I dati e le informazioni sono stati ricavati dalle relazioni di gestione della società degli anni 2015, 2016 e 2017, che sono disponibili sul sito essilor.com

di circa 8,8 miliardi al 2017, leggermente superiore al valore registrato nel 2015 ma decisamente inferiore al valore del 2016 che risultò essere pari a 9,6 miliardi di euro. Questa netta differenza è attribuibile principalmente al *goodwill* (avviamento). Infatti, mentre le altre voci presentano delle variazioni non eccessivamente significative, il valore dell'avviamento al 2016 risulta essere pari circa 6,19 miliardi di euro, mentre nel 2017 e nel 2015 risulta essere inferiore rispettivamente di circa 608 milioni e di 896 milioni. La motivazione alla base di questa significativa differenza tra il 2015 e il 2016 è da ricondurre principalmente, tra i vari fattori, alle importanti acquisizioni effettuate da Essilor proprio nel 2016. La società francese ha infatti acquisito il controllo di Photosynthesis Group, MyOptique Group, US Optical e Vision Direct contabilizzando così il *goodwill*. Invece, il significativo decremento intercorso tra il 2016 e il 2017 è causato principalmente da aggiustamenti contabili che è possibile effettuare entro i 12 mesi successivi la data in cui è stata completata un'acquisizione di un'aggregazione aziendale¹⁴⁵. Altre voci che presentano una variazione significativa e negativa rispetto ai valori assunti nel 2015 e nel 2016 sono le *other intangible assets* (attività immateriali) e *property plant and equipment* (immobili, impianti e macchinari). Le voci in questione presentano una diminuzione rispettivamente di circa 143 e di 100 milioni di euro. Scomponendo le voci è possibile constatare come la prima variazione riguardi quasi esclusivamente i marchi del gruppo mentre la seconda variazione riguardi principalmente impianti e attrezzature, (diminuite anche a causa di alienazioni).

Le *current assets* (attività correnti) presentano una variazione positiva tra il 2015 e il 2016 di circa 237 milioni, mentre diminuiscono, seppur in maniera non eccessivamente significativa, tra il 2016 e il 2017 di circa 20 milioni. Entrando nel merito, è possibile attribuire quest'ultima differenza, principalmente alla variazione negativa di circa 28 milioni registrata nella voce *inventories* (rimanenze di magazzino) tra il 2016 e il 2017 (diminuzione dovuta al decremento delle materie prime, dei prodotti finiti e dei semilavorati). Le altre voci risultano presentare delle diminuzioni non eccessivamente significative e comunque in linea con la normale operatività di Essilor. La netta variazione positiva registrata tra il 2015 e il 2016 delle attività correnti, è invece attribuibile principalmente all'incremento della voce *short term receivables* (crediti a breve termine) che hanno registrato un incremento di circa 162 milioni di euro, aumentando, seppur di poco, anche tra il 2016 e il 2017. In conclusione, i valori dell'attivo di Essilor risultano essere complessivamente aumentati nei tre anni presi in considerazione, anche

¹⁴⁵ La motivazione per cui Luxottica ha dovuto effettuare gli aggiustamenti in questione, risiede nel fatto che l'avviamento delle società acquisite nel 2016 è stato contabilizzato in via provvisoria.

se occorre sottolineare che i massimi sono stati raggiunti nel 2016 e che, a causa principalmente delle variazioni riportate dai *non-current assets*, Essilor ha registrato una decisa diminuzione del valore delle attività totali tra il 2016 e il 2017.

(Ammontare in milioni di euro)	2017	2016	2015
ASSETS			
NON-CURRENT ASSETS:			
Goodwill	5,583	6,191	5,295
Other intangible assets	1,682	1,825	1,826
Property, plant and equipment	1,116	1,214	1,200
Investments in associates	20	8	5
Non-current financial assets	111	136	139
Deferred tax assets	211	187	169
Long-term receivables	41	37	24
Other non-current assets	47	56	41
Total non-current assets	8,811	9,654	8,699
CURRENT ASSETS:			
Inventories	1,097	1,125	1,099
Prepayments to suppliers	30,0	31,0	32,0
Short-term receivables	1,685	1,618	1,456
Tax receivables	74	81	60
Other receivables	3	25	34
Derivative financial instruments recognized in assets	29	45	64
Prepaid expenses	87	67	61
Cash and cash equivalents	484	517	466
Total current assets	3,489	3,509	3,272
TOTAL ASSETS	12,300	13,163	11,970

Tabella 7. Essilor: attività

Focalizzandoci sulle passività e sul patrimonio netto (tabella 8) è possibile constatare che il valore che Essilor registra nel 2017 è pari a 12,3 miliardi di euro, inferiore rispetto a quello del 2016 di circa 836 milioni, ma comunque superiore ai circa 11,9 miliardi registrati nel 2015. Per analizzare effettivamente da cosa siano dovute le variazioni in questione occorre considerare le singole voci. Partendo dall'*equity* (patrimonio netto), è possibile osservare come quest'ultimo non abbia, apparentemente, subito significative variazioni tra il 2016 e il 2017 (-127 milioni) mentre risulta registrare una variazione positiva molto significativa tra il 2015 e il 2016 di circa 962 milioni. L'incremento in questione è imputabile principalmente al progressivo aumento della voce *consolidated reserves* (riserve consolidate) di 432 milioni circa tra il 2015 e il 2016 e all'aumento delle voci *translation differences* (differenze di conversione) e *issue premiums* (premi di emissione). In sostanza, nonostante la leggera diminuzione registrata tra il 2016 e il 2017, il patrimonio netto risulta avere un andamento stabile e tendenzialmente positivo. Spostando l'analisi sulle *non-current liabilities* (passività non correnti) è possibile riscontrare una netta diminuzione (-635 milioni circa) del valore assunto da quest'ultime tra il 2015 e 2016, mentre tornano ad aumentare tra il 2016 e il 2017 arrestandosi in quest'ultimo anno ad un valore

pari a 2,42 miliardi. La netta diminuzione registrata nei primi due anni in questione è attribuibile principalmente alla variazione negativa di 541 milioni di euro registrata nella voce *long term borrowings* (prestiti a lungo termine). Nello specifico il valore riguardante i *bonds* emessi dalla società, risulta essere diminuito (grazie ai rimborsi) per un valore di circa 300 milioni tra il 2015 e il 2016. Anche la variazione (positiva) delle passività non correnti registrata tra il 2016 e il 2017 è da attribuire ai prestiti di lungo termine. Infatti, nel gennaio 2017 Essilor ha emesso un *private placement* per 300 milioni di dollari e un *Eurodollar bond*¹⁴⁶ sempre per il valore di 300 milioni di dollari. In definitiva, quindi, le passività di lungo termine, nonostante un leggero aumento tra il 2016 e il 2017, risultano essere complessivamente diminuite nei tre anni di analisi. Infine, soffermando l'analisi sulle "*current liabilities*" è possibile osservare come quest'ultime siano passate da un valore pari a circa 2,8 miliardi del 2015, ad un valore di 3,7 miliardi del 2016 per poi arrestarsi nel 2017 a circa 2,9 miliardi. I valori assunti dalle passività correnti risultano essere molto simili negli anni 2015 e 2017 mentre si registra una variazione significativa nel 2016. Quest'ultima è sicuramente imputabile, tra gli altri fattori, alle variazioni che hanno caratterizzato la voce *short-terms borrowings* (prestiti a breve termine). Questa tipologia di finanziamento presenta, al 2016, un valore pari a circa 1,2 miliardi di euro, nettamente differente dai valori registrati nel 2015 (674 milioni) e nel 2017 (491 milioni). Le ragioni sono da riscontrare nell'incremento di *bonds*, di *US commercial paper* e di *Us private placement* avvenuto nel 2016. Le passività di breve termine risultano presentare, nel periodo di riferimento, un valore abbastanza stabile intorno ai 2,8 miliardi di euro senza considerare il picco raggiunto nell'anno 2016.

¹⁴⁶ Un *Eurodollar bond* è un titolo di debito, nello specifico un'obbligazione, in dollari emessa da una società estera e posseduta da un'istituzione estera agli Stati Uniti e la Paese di provenienza della società emittente.

(Ammontare in milioni di euro)	2017	2016	2015
LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY			
STOCKHOLDERS' EQUITY:			
Share capital	39	39	39
Issue premiums	635	591	400
Consolidated reserves	5,432	4,936	4,504
Own shares	(111)	(168)	(286)
Hedging and revaluation reserves	(155)	(159)	(131)
Translation differences	(125)	636	424
Net profit attributable to Group equity holders	789	813	757
Equity attributable to parent company owners	6,504	6,688	5,707
Equity attributable to non-controlling interests	423	366	385
Total stockholders' equity	6,927	7,054	6,092
NON-CURRENT LIABILITIES:			
Provisions for pensions	337	344	295
Long-term borrowings	1,674	1,364	1,905
Deferred tax liabilities	257	383	422
Other non-current liabilities	153	300	404
Total non-current liabilities	2,421	2,391	3,026
CURRENT LIABILITIES:			
Provisions	394	393	369
Short-term borrowings	491	1,246	674
Customer prepayments	44	33	31
Short-term payables	1,515	1,431	1,357
Tax payables	81	73	87
Other current liabilities	378	509	316
Derivative financial instruments recognized in liabilities	15	22	9
Deferred income	34	11	10
Total current liabilities	2,952	3,718	2,853
TOTAL LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY	12,300	13,163	11,971

Tabella 8. Essilor: passività e patrimonio netto

3.4.2 Andamento economico

Anche in merito alla situazione economica di Essilor (tabella 9) sono stati presi in considerazione i 3 anni antecedenti l'operazione di finanzia straordinaria con Luxottica. Iniziando l'analisi dalle *revenue* (ricavi) è possibile prendere atto della tendenza positiva che caratterizza l'attività di Essilor nei tre anni antecedenti la fusione. Infatti, proprio come Luxottica, i ricavi di Essilor aumentano costantemente nel periodo preso in considerazione. Partendo da un valore di 6,7 miliardi circa del 2015, si attestano ai 7,4 miliardi del 2017, passando per i 7,1 miliardi del 2016. Nonostante l'aumento delle vendite riguardi anche gli occhiali da sole, i lettori e le attrezzature, è la vendita di lenti e strumenti ottici che registra l'incremento più significativo, pari al 6,5% tra il 2015 e il 2016 e al 4,5% tra il 2016 e il 2017. All'aumento delle vendite è associato anche il costante aumento dei *cost of sales* (costo delle vendite) pari a 230 milioni tra il 2015 e 2016 e a 210 milioni tra il 2016 e il 2017. Nonostante l'aumento in questione però, il costo delle vendite risulta aumentare in maniera meno che proporzionale rispetto all'aumento dei ricavi e questo permette ad Essilor di presentare un *trend* positivo in termini di *gross margin* (margine lordo) che risulta essere in costante aumento in

media di 167 milioni, anno dopo anno, durante tutto il periodo di riferimento. Osservando come varia il *contribution from operations* (contributo dalla gestione operativa) è possibile constatare come quest'ultimo risulti essere abbastanza stabile e in costante aumento nei tre anni presi in considerazione nonostante il progressivo aumento dei *selling and distributions cost*, i quali sono strettamente correlati all'incremento delle vendite, e nonostante l'incremento del valore degli *other operating expenses* (altre spese operative). Analizzando la voce *operating profit* (profitto operativo), però, si può notare come quest'ultimo sia in crescita di 47 milioni tra il 2015 e il 2016 e presenti, invece, una variazione negativa di 256 milioni tra il 2016 e il 2017. Quest'ultima è riconducibile all'incremento della voce *other expenses from operations* che tra il 2016 e il 2017 è aumentata, in termini assoluti, di 190 milioni di euro a causa del forte incremento che Essilor ha avuto in merito ai *compensation costs on share-based payments* (costi di compensazione su pagamenti basati su azioni) e *transaction costs* (costi di transazione) relativi alla successiva fusione con Luxottica. Per quanto riguarda spese e proventi finanziari, quest'ultimi risultano più o meno essere costanti lungo tutto il periodo di riferimento mentre il *profit before taxes* (profitto prima delle tasse) presenta una variazione negativa (di più di 100 milioni sia in relazione al 2016 che in relazione al 2015). Le *income tax expense* (spese per le tasse sul reddito) risultano diminuire in maniera significativa attestandosi ad un valore di 132 milioni di euro nel 2017, valore inferiore di 153 milioni rispetto al valore registrato nel 2016 e di 176 milioni rispetto al valore di riferimento del 2015. Questo minor pagamento delle tasse è riconducibile principalmente alla "US Tax Reform" e al rimborso del 3% previsto in Francia in caso di distribuzione di dividendi in *cash*.

Nonostante le importanti agevolazioni fiscali del 2017, però, Essilor presenta un *net profit* (profitto netto) pari a 878 milioni di euro, in leggera diminuzione rispetto al 2016 (-2 milioni), ma comunque superiore al profitto ottenuto nel 2015 (813 milioni).

(Ammontare in milioni di euro)	2017	2016	2015
Revenue	7,490	7,115	6,716
Cost of sales	(3,144)	(2,934)	(2,704)
Gross margin	4,346	4,181	4,012
Research and development costs	(217)	(214)	(214)
Selling and distribution costs	(1,845)	(1,750)	(1,678)
Other operating expenses	(923)	(896)	(857)
Contribution from operations	1,361	1,321	1,263
Other income from operations	12	18	18
Other expenses from operations	(299)	(109)	(98)
Operating profit	1,074	1,230	1,183
Finance costs, net	(52)	(54)	(54)
Other financial income	2	-	5
Other financial expenses	(14)	(12)	(14)
Share of profits of associates	-	1	1
Profit before taxes	1,010	1,165	1,121
Income tax expense	(132)	(285)	(308)
Net profit	878	880	813
Attributable to Group equity holders	789	813	757
Attributable to minority interests	89	67	56

Tabella 9. Essilor: andamento economico

3.4.3 Situazione finanziaria

In merito alla gestione finanziaria (tabella 10), nei tre anni antecedenti la fusione con Luxottica, Essilor, salvo nel 2016, non è riuscita ad incrementare il *cash* di inizio periodo. Infatti, prendendo in considerazione il 2015, Essilor presentava disponibilità liquide all'inizio del periodo pari a 598 milioni di euro, mentre alla fine del periodo disponibilità per 431 milioni di euro, registrando una variazione negativa di 167 milioni di euro. La diminuzione del *cash* in questione è sicuramente attribuibile in gran parte alla liquidità utilizzata nell'attività di investimento, pari a circa 1,13 miliardi di euro e alla liquidità utilizzata nell'attività di finanziamento. Infatti, nel 2016 Essilor, diminuendo la liquidità utilizzata nelle attività appena menzionate e a parità di *cash* generato dalle attività operative, è riuscita ad incrementare le disponibilità liquide di inizio periodo di 29 milioni. Infine, nel 2017, Essilor ha diminuito le proprie disponibilità liquide iniziali di circa 44 milioni a causa, principalmente, del significativo incremento della liquidità utilizzata per l'attività finanziaria. Infatti, entrando maggiormente nello specifico, sono stati pagati dividendi per 325 milioni di euro agli azionisti di Essilor (contro i 79 milioni di euro pagati nel 2016) ed è stato rimborsato debito per 303 milioni di euro (contro i 31 milioni di euro di rimborsi del 2016). In merito alla posizione finanziaria netta,

quella di Essilor è passata da 2,089 miliardi circa del 2015, a 2,062 miliardi del 2016 per poi attestarsi a 1,661 nel 2017 e diminuendo, quindi, in maniera significativa nel periodo di analisi.

(Ammontare in milioni di euro)	2017	2016	2015
A) Cash and cash equivalents at the beginning of the period	460	431	598
B) Net cash provided by operating activities	1,233	1,194	1,194
C) Cash provided/(used) used in investing activities	(598)	(1,022)	(1,113)
D) Cash provided/(used) in financing activities	(635)	(143)	(252)
E) Effect of exchange rate changes on cash and cash equivalents	(34)	-	4
F) Net change in cash and cash equivalents	-	29	(171)
G) Cash and cash equivalents at the end of the period	426	460	431

Tabella 10. Essilor: situazione finanziaria (versione sintetica)

3.5 Luxottica e Essilor prima della fusione: analisi dell'EBITDA, EPS e conclusioni

Prima di poter affermare che Luxottica ed Essilor si sono presentate alla fusione in condizioni positive e di sostanziale crescita, con riferimento all'analisi effettuata nei paragrafi precedenti, occorre analizzare nello specifico alcuni aspetti chiave riguardanti la loro situazione patrimoniale, economica e finanziaria. Partendo proprio da Luxottica, nell'analisi svolta, è emersa una situazione patrimoniale stabile e tendenzialmente positiva. In merito alla situazione economica, occorre soffermarsi in particolar modo sui ricavi e sull'utile netto. Luxottica, infatti nei tre anni antecedenti la fusione ha presentato una crescita costante dei ricavi, che sono aumentati di circa 250 milioni tra il 2015 e il 2016 e di 71 milioni tra il 2016 e il 2017, merito soprattutto delle vendite nel comparto *retail*. Anche l'utile netto è costantemente aumentato di circa 43 milioni tra il 2015 e il 2016 e di 190 milioni tra il 2016 e il 2017. È doveroso sottolineare, però, che il significativo aumento tra il 2016 e il 2017 deriva sostanzialmente da un regime fiscale agevolato. Infatti, l'utile operativo è diminuito in tutti e tre gli anni antecedenti la fusione e l'utile ante imposte nel 2017 è inferiore rispetto al 2016 di circa 160 milioni (diminuzione attribuibile principalmente all'aumento di 190 milioni della voce *other expenses from operations* avente impatto sul risultato operativo). Nonostante questo, però, la situazione economica di Luxottica può essere considerata tutto sommato positiva e in costante crescita. Andando ad analizzare l'EBITDA¹⁴⁷, Luxottica, con riferimento a quest'ultimo, ha presentato

¹⁴⁷ Per EBITDA (*Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*) si intende il Margine Operativo Lordo. In sostanza, questo parametro, indica l'utile senza considerare interessi, tasse, deprezzamenti e ammortamenti ed è utilizzato per stimare approssimativamente la capacità della società di generare cassa con le sue attività operative e di soddisfare gli impegni finanziari di breve periodo.

valori pari a 1,853 miliardi nel 2015, 1,858 miliardi nel 2016 e 1,841 miliardi nel 2017¹⁴⁸. Dopo la crescita tra il 2015 e il 2016, viene registrata una diminuzione di 17 milioni tra il 2016 e il 2017, imputabile principalmente alla diminuzione delle imposte sul reddito¹⁴⁹. L'EBITDA *adjusted*¹⁵⁰, invece, risulta essere aumentato in ogni anno del periodo di riferimento, passando da un valore di 1,919 miliardi nel 2015, ad un valore di 1,945 miliardi nel 2016 fino ad arrivare a 1,982 miliardi nel 2017. I valori dell'EBITDA *margin*¹⁵¹ sono passati dal 21% del 2015, al 20,5% del 2016 per attestarsi al 20,1% del 2017. Valori che, anche se in diminuzione, risultano essere comunque assolutamente positivi ed evidenziano una buonissima capacità della società di generare risorse finanziarie attraverso le *revenues*. Osservando invece il rapporto tra l'indebitamento netto, cioè al netto delle disponibilità liquide, e l'EBITDA è possibile esaminare il livello di leva finanziaria utilizzata dal gruppo. Nello specifico Luxottica, è passata da un rapporto pari a 0,5 nel 2015, a 0,6 nel 2016, fino ad arrivare a 0,4 nel 2017. La diminuzione dell'ultimo anno è principalmente riconducibile all'incremento significativo di disponibilità liquide che Luxottica ha registrato tra il 2016 e il 2017. Il rapporto indebitamento netto su EBITDA risulta essere sostanzialmente diminuito nei tre anni e sottolinea un elevato e sempre migliore grado di solvibilità della società. Prendendo in considerazione, infine, l'EPS¹⁵² (*earnings per share*) è possibile constatare una tendenza assolutamente positiva nel periodo di riferimento: nel 2015 risulta essere pari a 1,68, nel 2016 a 1,77 e nel 2017 a 2,17 euro. In sostanza, Luxottica, si è presentata alla fusione con una situazione economica, patrimoniale e finanziaria riguardante i tre anni precedenti positiva, sia in termini assoluti che in termini di *trend*. Questo ha sicuramente impattato sulla valutazione effettuata in sede di *deal*.
Analizzando Essilor, anche in questo caso, è possibile constatare una buona situazione patrimoniale. In merito ai ricavi, la società francese presenta un andamento assolutamente positivo. Nei tre anni antecedenti la fusione, infatti, le *revenue* sono aumentate

¹⁴⁸ Tutti i dati riguardanti Luxottica sono stati ricavati dalle relazioni di gestione del 2015, 2016 e 2017.

¹⁴⁹ L'utile netto (da cui è consueto partire per il calcolo dell'EBITDA) risulta essere aumentato nel 2017 rispetto al 2016. Altri proventi/oneri e ammortamenti hanno subito variazioni non eccessivamente significative. Le imposte sul reddito invece sono diminuite di 250 milioni circa (valore che assieme a quello di altri proventi/oneri e degli ammortamenti viene sommato all'utile netto per il calcolo dell'EBITDA).

¹⁵⁰ Luxottica, per il calcolo dell'EBITDA *adjusted*, non ha tenuto in considerazione oneri e proventi non ricorrenti e oneri derivanti da operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale.

¹⁵¹ L'EBITDA *margin* è un indice di redditività dato dal rapporto tra EBITDA e ricavi ed indica, in termini percentuali, la produzione di risorse finanziarie che la società riesce ad ottenere attraverso il fatturato.

¹⁵² Il calcolo dell'EPS (utile per azione) è dato dal rapporto tra utile netto e numero di azioni in circolazione.

significativamente, nello specifico di circa 400 milioni tra il 2015 e il 2016 e di circa 375 milioni tra il 2016 e 2017, grazie soprattutto all'incremento delle vendite di lenti e strumenti ottici. L'utile netto invece, dopo un forte incremento tra il 2015 e il 2016 (67 milioni) risulta diminuire leggermente tra il 2016 e il 2017 (- 2 milioni) rimanendo comunque a livelli molto buoni. Analizzando l'EBITDA, è possibile costatare come il valore assunto dal paramento in questione sia pari a 1,647 miliardi nel 2015, a 1,695 nel 2016¹⁵³ e a circa 1,8 miliardi nel 2017¹⁵⁴. Essilor presenta quindi una capacità di generare risorse finanziarie assolutamente positiva e in crescita nei tre anni antecedenti la fusione. L'EBITDA *margin*, invece, da un valore pari al 24,5% del 2015 è passato ad un valore del 23,8% del 2016 fino ad un valore di circa il 24,3% nel 2017. Anche in questo caso i valori risultano essere molto buoni e sottolineano le importanti capacità della società di generare risorse finanziarie attraverso i ricavi. Il rapporto di indebitamento netto su EBITDA, invece, nel 2015 risultava essere pari a 1,3, nel 2016 a 1,2 e nel 2017 a circa 0,9. Anche in questo caso, come nel caso di Luxottica, il grado di solvibilità della società è positivo e in costante crescita nel periodo di riferimento. Infine, anche l'EPS presenta un andamento assolutamente positivo, con un valore di 3,57 nel 2015, di 3,79 nel 2016 e di 3,85 (euro) nel 2017¹⁵⁵. In conclusione, anche Essilor si presenta all'M&A con Luxottica presentando una situazione economico-finanziaria positiva e tendenzialmente in crescita.

3.6 L'industria dell'occhialeria

Prima di passare a quella che risulta essere la descrizione dell'operazione di M&A vera e propria che ha riguardato Essilor e Luxottica occorre contestualizzare brevemente in quale scenario settoriale è avvenuta l'operazione straordinaria in questione, facendo sempre particolare attenzione ai tre anni antecedenti l'operazione di fusione. Il settore di riferimento per entrambe le società risulta essere quello dell'occhialeria (o *eyewear*). L'industria in questione raggruppa al suo interno il sub-settore delle montature¹⁵⁶ e quello delle lenti.

Per quanto riguarda il sub-settore delle montature, prendendo in considerazione i dati al 2015¹⁵⁷, è proprio Luxottica *leader* con un *market share* di circa il 23% nel mercato delle montature per

¹⁵³ Dati ricavati dal comunicato stampa di Essilor del 17-12-2017 intitolato "Another year of growth, Essilor firmly focused on the future" disponibile su Essilor.com

¹⁵⁴ La fonte del dato è il report di Moody's intitolato "EssilorLuxottica: update to credit analysis" del 5-12-2018.

¹⁵⁵ L'EPS del 2017 risulta presentare due aggiustamenti riguardanti le spese per la pianificazione della fusione con Luxottica e gli effetti positivi dei regimi fiscali in Francia e USA.

¹⁵⁶ Il settore in questione è a sua volta scomponibile in montature per occhiali da vista e per occhiali da sole.

¹⁵⁷ Fonte dei dati Euromonitor.

occhiali da vista e con un *market share* di circa il 44% nel mercato delle montature per occhiali da sole. Anche Essilor risulta avere una posizione di *leader*, seppur con riferimento al sub-settore delle lenti. La società francese, stando sempre ai dati del 2015, risulta essere indiscussa protagonista nella produzione di lenti con una quota di mercato del 31%. Proprio la dominanza delle due società nei rispettivi sub-settori sottolinea l'importanza della fusione in questione, con riferimento ad una strategia di integrazione verticale¹⁵⁸. Considerando in complesso il settore in generale dell'*eyewear* (grafico 1), nel 2015 Luxottica risulta essere *leader* assoluta con un *market share* del 14,1%, seguita proprio da Essilor con una quota di mercato del 13,1% e da altri importanti *player* del settore come Johnson & Johnson (3,9%), Safilo (3,7%) e Hoya (3,2%)¹⁵⁹. In sostanza, a tre anni dall'operazione straordinaria, Essilor e Luxottica si presentano come le protagoniste mondiali dell'*eyewear*.

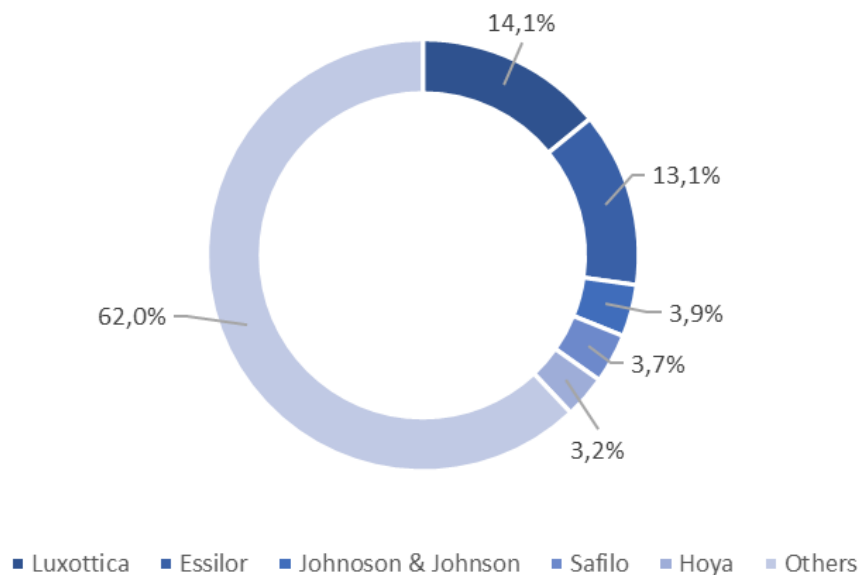


Grafico 1. Quote di mercato nel settore dell'*eyewear* 2015

Nel 2016 e nel 2017 le due società riescono a consolidare la propria quota di mercato grazie al progressivo incremento delle vendite. Infatti, come già sottolineato nei paragrafi precedenti, le due società sono continuate a crescere in termini di *revenues*. Le motivazioni di questa continua crescita, oltre che alle capacità dei due gruppi, sono attribuibili anche nell'andamento generale dell'industria dell'*eyewear*. Infatti, i ricavi dell'intero settore risultano essere costantemente

¹⁵⁸ Proprio l'appartenenza a due sub-settori strettamente correlati permette di considerare la fusione tra Essilor e Luxottica come un'operazione volta ad acquisire importanti vantaggi in termini sinergici.

¹⁵⁹ Elaborazione di Bloomberg su dati Euromonitor.

cresciuti nel periodo di tempo che va dal 2012 al 2017 per un totale di 15 miliardi di dollari. Concentrandosi sui tre anni antecedenti il M&A (grafico 2) è possibile constatare un costante incremento annuo di 3 miliardi di dollari. Infatti, le vendite totali del settore risultano essere pari a 116 miliardi di dollari nel 2015, per poi salire a 119 miliardi nel 2016 e attestarsi a 122 miliardi nel 2017¹⁶⁰.

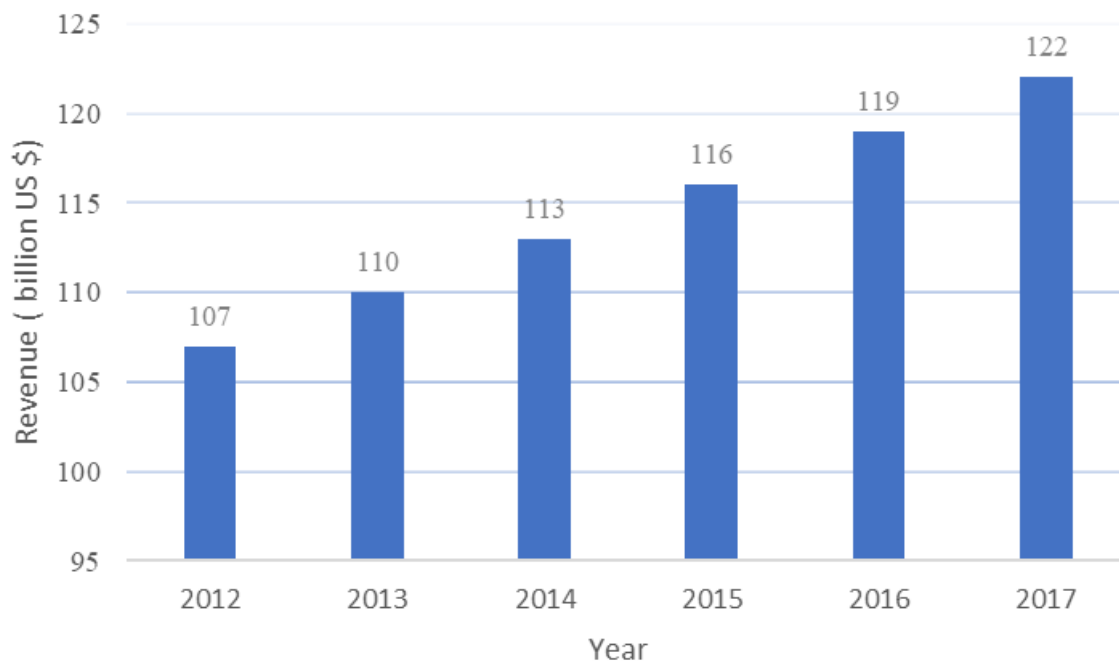


Grafico 2. Andamento delle revenue nel settore dell'eyewear (2012-2017)

In sostanza, la fusione tra Essilor e Luxottica risulta essere l'unione tra i due *player* più importanti dell'industria, in un contesto settoriale in continua crescita.

3.7 Essilor-Luxottica: l'operazione di fusione

L'annuncio della fusione, tra Essilor International (Compagnie Générale d'Optique) e Luxottica Group S.p.A., risale al 16 gennaio 2017, esattamente quattro anni dopo l'inizio dei colloqui tra le due società¹⁶¹. Infatti, già nel 2013 si presentò l'ipotesi di una fusione tra i due colossi dell'*eyewear*, concretizzatasi solo successivamente grazie, soprattutto, al forte contributo del fondatore della società italiana, Leonardo Del Vecchio. Oltre ad Essilor e Luxottica, un'altra società ha ricoperto un ruolo fondamentale nell'operazione straordinaria, la società

¹⁶⁰ Dati estrapolati dall'EyeReport 2021 di Statista.com

¹⁶¹ Fonte delle informazioni bloomberg.com

lussemburghese Delfin S.à.r.l. Quest'ultima era la holding detentrica della maggioranza assoluta delle azioni di Luxottica, appartenente alla famiglia Del Vecchio¹⁶². Entrando nello specifico, l'integrazione tra le due società, si è sviluppata seguendo due fasi ben distinte¹⁶³:

1. Conferimento, da parte di Delfin, dell'intera partecipazione detenuta in Luxottica (62,54% al 27 marzo 2017) nei confronti di Essilor in cambio di azioni di nuova emissione secondo un rapporto di cambio pari a 0,461¹⁶⁴.
2. Offerta pubblica di scambio (OPS) sostenuta da Essilor per il restante ammontare delle azioni Luxottica in circolazione.

Grazie al completamento della prima fase Delfin avrebbe ottenuto in cambio dell'intera partecipazione in Luxottica, una partecipazione pari al 31% del capitale sociale di Essilor. Una volta assunto il controllo di Luxottica, Essilor, invece, avrebbe dovuto cambiare nome in EssilorLuxottica e avrebbe dovuto trasferire le attività operative a una nuova società interamente controllata (la Essilor International SAS¹⁶⁵). Nell'accordo e nelle pattuizioni parasociali erano previsti altri obblighi, assolutamente rilevanti, che le parti avrebbero dovuto rispettare per portare a compimento con successo l'operazione. Innanzitutto, una *governance* paritetica in Essilorluxottica, da concretizzarsi con la nomina di presidente esecutivo di Leonardo Del Vecchio, Vicepresidente Esecutivo con stessi poteri del presidente Humbert Sagnières¹⁶⁶, di tre amministratori di Delfin, quattro amministratori indipendenti sempre nominati da Delfin, due amministratori nominati dai lavoratori di Essilor, un amministratore nominato da Valoptec¹⁶⁷ e quattro amministratori indipendenti nominati da Essilor. Anche i comitati che sarebbero stati instaurati in seguito alla fusione (comitato strategico, comitato nomine e remunerazione, comitato per il controllo interno e comitato per la responsabilità sociale d'impresa) avrebbero avuto, in maniera bilanciata, membri designati da Delfin e da

¹⁶² Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

¹⁶³ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Estratto delle pattuizioni parasociali tra Essilor International e Delfin" del 27-03-2017 e disponibile su luxottica.com

¹⁶⁴ Per ogni azione Luxottica dovevano essere attribuite 0,461 azioni di Essilor. Per approfondimenti si rimanda al paragrafo 3.8.1.

¹⁶⁵ Essilor International SAS e Essilor International (Compagnie Générale d'Optique) sono due società, appartenenti allo stesso gruppo, ma giuridicamente distinte. La prima è stata creata appositamente in sede di fusione, la seconda invece è la storica società Essilor, che dopo la fusione, ha cambiato nome.

¹⁶⁶ Humbert Sagnières è stato amministratore delegato di Essilor International per 6 anni, dal 2012 al 2018.

¹⁶⁷ Valoptec è l'associazione che raggruppa i dipendenti e gli ex-dipendenti azionisti di Essilor. Per maggiori informazioni valoptec.com

Essilor. Invece il comitato di integrazione, volto a favorire il successo dell'operazione e del raggiungimento delle sinergie, sarebbe stato composto dal Presidente Esecutivo e dal Vicepresidente. Altre condizioni vincolanti prevedevano l'annullamento di diritti di voto doppi riguardanti le azioni Essilor, un massimo degli aventi diritto di voto pari al 31% del capitale sociale, Del Vecchio amministratore delegato di Luxottica fino al termine della propria presidenza in Essilorluxottica e cda di Luxottica composto da amministratori di Luxottica (ogni cambiamento doveva essere in accordo con il volere del Presidente Esecutivo di EssilorLuxottica). Infine, l'accordo prevedeva la possibilità, per le due società, di distribuire dividendi (senza aggiustamenti al tasso di cambio) per un valore pari al 40% dei ricavi netti per tutto il periodo antecedente il perfezionamento del conferimento e del conseguente cambio di denominazione da parte di Essilor. In seguito alla data di annuncio, altre tre date assumono particolare rilevanza per il successo dell'operazione: la prima è il 27 marzo 2017, data in cui il cda di Essilor ha approvato l'accordo¹⁶⁸ (così come descritto nelle righe precedenti), la seconda è il 24 ottobre 2017, quando sono stati pubblicati i risultati trimestrali molto positivi di Essilor e la terza è il 16 maggio 2017, data in cui Luxottica ha annunciato l'avvio del processo di *delisting* dal NYSE (New York Stock Exchange). La scelta di cessare lo scambio dei titoli azionari negli Stati Uniti è stata giustificata da fattori, quali: la scarsa rilevanza degli scambi oltre oceano (solo il 3,7% degli scambi medi totali del gruppo Luxottica), gli elevati costi gestionali e la volontà di efficientare il gruppo in vista, proprio, della fusione con Essilor¹⁶⁹. L'accordo tra Essilor e Luxottica è, poi, passato ad uno *step* successivo, quello riguardante le varie approvazioni da parte delle autorità *antitrust*. L'approvazione in questione sarebbe dovuta provenire dalle autorità di tutti i Paesi in cui le due società operavano, ma vista la significatività dell'operazione (soprattutto in relazione al fatto che erano le due società con la maggiore quota di mercato nell'*eyewear* mondiale), non era affatto scontato che l'operazione venisse approvata senza *remedies* (rimedi)¹⁷⁰. In ogni caso, il 24 luglio 2017, è stata annunciata l'approvazione da parte delle giurisdizioni di Stati Uniti, Canada e Brasile: la loro approvazione insieme a quella

¹⁶⁸ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

¹⁶⁹ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Luxottica annuncia l'avvio della procedura di delisting dal New York Stock Exchange" del 16.05.2017 e disponibile su luxottica.com.

¹⁷⁰ Se un'operazione di fusione ha ricadute negative sul normale funzionamento del mercato e della concorrenza, l'autorità Antitrust di riferimento può richiedere alle società di adottare determinate "correzioni" al loro accordo o alle modalità attraverso cui intendono concretizzare l'operazione. Le correzioni in questione sono dette *remedies* (rimedi).

di Cina ed Europa risultava essere condizione necessaria per il *closing* dell'operazione. Nello stesso annuncio viene anche evidenziato che le giurisdizioni di Russia e India hanno dato il loro benestare all'operazione¹⁷¹. L'*iter* di approvazione è continuato senza particolari problemi e, oltre ai Paesi già menzionati, nei mesi successivi sono arrivate le approvazioni anche di Colombia, Giappone, Marocco, Nuova Zelanda, Sud Africa, Corea del Sud, Messico, Taiwan, Cile e Australia¹⁷². Il 1° marzo 2018 sono arrivati, poi, due annunci molto attesi: il primo riguarda l'approvazione senza condizioni da parte della commissione Europea del progetto di integrazione tra Luxottica ed Essilor¹⁷³, il secondo l'approvazione senza condizioni del progetto da parte della Federal Trade Commission degli USA¹⁷⁴. Con le successive approvazioni delle autorità *antitrust* di Cina e Turchia, il 26 luglio 2018 è stato concluso definitivamente l'intero *iter* di approvazione. Occorre specificare che l'approvazione da parte dell'autorità cinese garante della concorrenza è avvenuta sotto la condizione tale per cui le due società avrebbero dovuto informare l'autorità su future operazioni di acquisizione e avrebbero dovuto fornire i propri prodotti e servizi in maniera equa a tutti i clienti cinesi¹⁷⁵.

Il primo ottobre 2018 Luxottica ed Essilor annunciano la nascita di Essilorluxottica. Infatti, nella data in questione, Delfin ha finalizzato il conferimento della propria partecipazione in Luxottica, pari al 62,42%, nei confronti di Essilor International (Compagnie Générale d'Optique), che ha successivamente cambiato nome proprio in EssilorLuxottica¹⁷⁶. Il 23 ottobre 2018 Essilor comunica dati semestrali assolutamente positivi che aumentano la fiducia generale nei confronti dell'operazione. Pochi giorni dopo, sempre secondo accordi, EssilorLuxottica ha effettuato l'offerta pubblica di scambio (OPS) sul restante ammontare di azioni in circolazione di Luxottica (circa il 36,332%). L'offerta ha avuto inizio il 29 ottobre 2018 e fine il 28 novembre

¹⁷¹ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Aggiornamento sulle procedure Antitrust del progetto di integrazione tra Essilor e Luxottica" del 24-07-2017 e disponibile su luxottica.com.

¹⁷² Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

¹⁷³ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "La commissione Europea approva senza condizioni il progetto di combinazione tra Essilor e Luxottica" del 01-03-2017 e disponibile su luxottica.com.

¹⁷⁴ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Il progetto di combinazione tra Essilor e Luxottica riceve l'approvazione della Federal Trade Commission in USA senza condizioni" del 01-03-2017 e disponibile su luxottica.com.

¹⁷⁵ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Il progetto di combinazione tra Luxottica ed Essilor è stato approvato in Cina" del 26-07-2017 e disponibile su luxottica.com.

¹⁷⁶ Fonte delle informazioni il comunicato stampa "Luxottica Group comunica la nascita di EssilorLuxottica, leader globale nell'eyecare e nell'eyewear" del 01-10-2018 e disponibile su luxottica.com.

2018 ed è stata approvata dalla Consob il 25 ottobre 2018. Grazie all’OPS in questione, al 29 novembre 2019 (data successiva a quella di chiusura del periodo di adesione all’offerta) EssilorLuxottica aveva raggiunto una partecipazione pari al 93.31% del capitale sociale di Luxottica. Successivamente, grazie ad un *sell-out*¹⁷⁷ ha raggiunto il 97,5% e grazie al cosiddetto *squeeze-out*¹⁷⁸ ha ottenuto definitivamente il 100%¹⁷⁹ (grafico 4). Infine, il 5 marzo 2019 EssilorLuxottica ha annunciato di aver completato l’operazione e di aver delistato dal MTA (mercato telematico azionario) le azioni di Luxottica, con l’approvazione di Borsa Italiana¹⁸⁰.

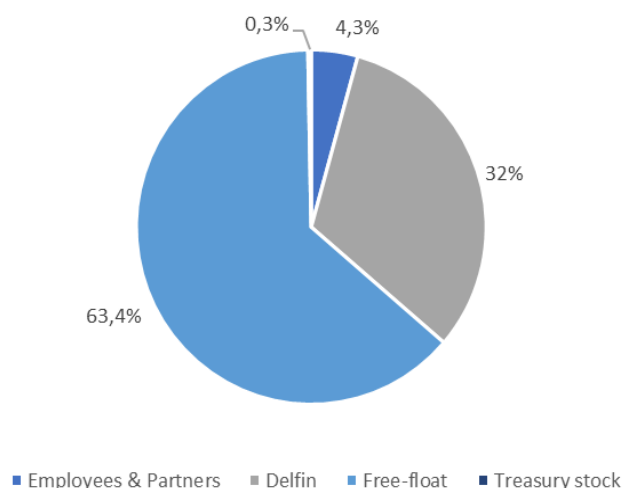


Grafico 3. EssilorLuxottica: azionariato al 5 marzo 2019

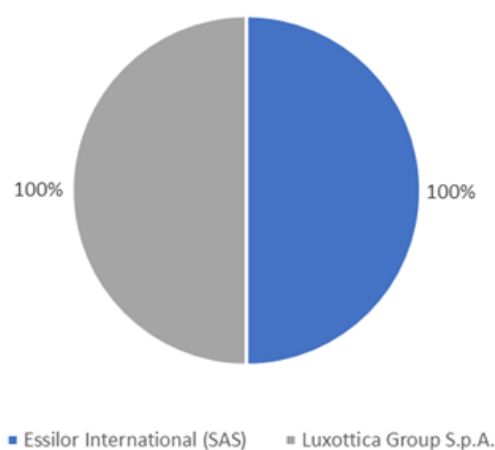


Grafico 4. EssilorLuxottica: Società controllate al 5 marzo 2019

Negli anni successivi si sono verificati alcuni eventi negativi che hanno riguardato EssilorLuxottica, come i contrasti riguardanti la *governance*, tra Del Vecchio e Sagnières,¹⁸¹ o

¹⁷⁷ Il *sell-out* si verifica quando imprese o singoli individui sono costretti a vendere i propri asset o beni per adempiere a determinati obblighi.

¹⁷⁸ Lo *squeeze-out* garantisce, alla società promotrice di un’Opa totalitaria (o Ops nel caso in questione) che viene a detenere almeno il 95% del capitale con diritto di voto, il diritto di acquisto sulle azioni ancora in circolazione. Per approfondimenti rimandiamo a borsaitaliana.it.

¹⁷⁹ Fonte delle informazioni il Registration Document 2018 di EssilorLuxottica disponibile su essilorluxottica.com.

¹⁸⁰ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

¹⁸¹ Problematica risolta con un accordo tra le parti. Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa “EssilorLuxottica e Delfin hanno firmato un accordo per risolvere le problematiche di *governance* di EssilorLuxottica e dare nuovo impulso alla crescita del Gruppo, accelerando il processo di integrazione” del 13-05-2019 disponibile su essilorluxottica.com.

le attività finanziarie fraudolente scoperte in uno stabilimento di Essilor in Thailandia¹⁸². Nonostante questo, però, ogni inconveniente è stato risolto e tutt'oggi EssilorLuxottica è *leader* mondiale dell'*eyewear* con oltre 21,5 miliardi di ricavi, 180.000 dipendenti ed è presente in 150 Paesi con oltre 18.000 negozi¹⁸³.

3.8 L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari

Quando viene annunciata e successivamente completata un'operazione di M&A, generalmente, i mercati finanziari reagiscono in maniera significativa a quelli che possono essere considerati gli eventi di maggiore rilevanza con riferimento all'intero *iter* di fusione o acquisizione. Abbiamo ritenuto necessario effettuare un'analisi dei titoli azionari di Luxottica e di Essilor in base 100 così da constatare quale impatto avessero avuto sul valore delle azioni delle due società gli accadimenti più rilevanti. Entrando maggiormente nello specifico, è stata effettuata una comparazione in base 100 tra il valore delle azioni di Luxottica e l'indice di mercato FTSE MIB¹⁸⁴ e tra il valore dei titoli azionari di Essilor e l'indice di mercato CAC 40¹⁸⁵. In sostanza, quindi, è stato ipotizzato che alla data del 2 gennaio 2017 sia i titoli azionari che i principali indici di mercato italiano e francese avessero un valore pari a 100 e sono stati ricostruiti, poi, tutti i successivi valori su base giornaliera prendendo in considerazione le variazioni percentuali effettivamente registrate dalle azioni e dagli indici fino alla data del 28 febbraio 2019. Questo approccio ci ha permesso di rendere comparabili valori che altrimenti non sarebbero stati tali e di indagare se effettivamente le variazioni percentuali registrate con riferimento ai titoli azionari fossero dovute a specifici eventi riguardanti la fusione e non al normale andamento del mercato, quest'ultimo rappresentato proprio dai due indici presi in considerazione. In merito ai risultati ottenuti, è possibile constatare che nei primi 8 mesi del processo di fusione un solo evento ha avuto un impatto significativo sul valore dei titoli di Luxottica e di Essilor ed è l'annuncio della fusione avvenuto il 16 gennaio 2017. Infatti mentre FTSE MIB e CAC 40 registravano nella

¹⁸² Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa "Attività finanziarie fraudolente in uno stabilimento di Essilor in Thailandia" del 30-12-2019 disponibile su essilorluxottica.com

¹⁸³Fonte dei dati l'"Universal Registration Document 2021" di EssilorLuxottica, disponibile su essilorluxottica.com

¹⁸⁴ L'indice FTSE MIB è il più rilevante indice di *benchmark* con riferimento ai titoli azionari italiani. L'indice misura le prestazioni di 40 titoli italiani e prende in considerazione circa l'80% della capitalizzazione di mercato. Per approfondimenti borsaitaliana.it

¹⁸⁵ L'indice CAC 40 è il principale indice riguardante i mercati finanziari francesi e contiene 40 titoli negoziati alla borsa di Parigi e scelti sulla base di capitalizzazione e liquidità. Per approfondimenti borsaitaliana.it

medesima giornata una variazione percentuale negativa rispettivamente del -1,37% e del -0,82%, il valore azionario di Luxottica ha registrato un incremento percentuale del 8,25%, quello di Essilor addirittura del 11,85%¹⁸⁶ (grafico 5 e grafico 6).

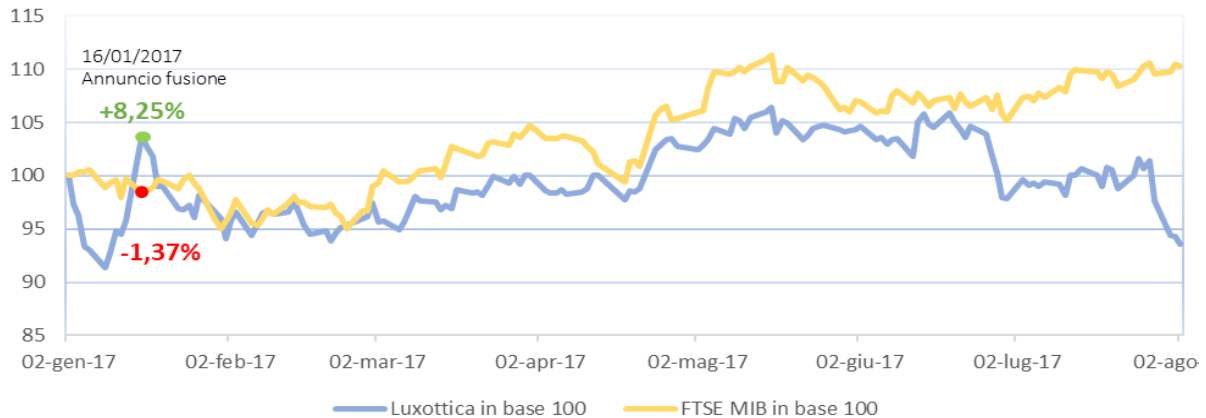


Grafico 5. Confronto Luxottica primi 8 mesi: 2 gennaio 2017- 2 agosto 2017



Grafico 6. Confronto Essilor primi 8 mesi: 2 gennaio 2017- 2 agosto 2017

Nel periodo tra il 2 agosto 2017 e il 20 luglio 2018 sono stati tre gli eventi riguardanti il processo di fusione ad aver avuto un impatto significativo sul valore azionario delle società coinvolte. I primi due eventi riguardano la comunicazione da parte di Essilor dei risultati trimestrali positivi e della fiducia nei confronti del proseguo della fusione anche in riferimento all'indagine avviata dalla Commissione europea (24 ottobre 2017) e la comunicazione di variazione di capitale sociale di Luxottica (avvenuta l' 1 dicembre 2017 ma con effetto sui mercati il 4

¹⁸⁶ Le fonti dei dati riguardanti valori azionari e indici che hanno permesso la ricostruzione in base 100 e il conseguente calcolo della variazione percentuale sono le seguenti: Refinitiv per i valori riguardanti Essilor, FTSE MIB e CAC 40, sito ufficiale luxottica.com per i valori riguardanti per l'appunto Luxottica.

dicembre 2017). Il primo evento ha avuto un impatto sui titoli azionari decisamente positivo infatti Luxottica è cresciuta del 4,87% ed Essilor del 3,96%. Anche gli indici di mercato hanno evidenziato due incrementi percentuali (+1,12% il FTSE MIB e +0,15% il CAC 40) molto inferiori, però, a quelli registrati dalle due società. Il secondo evento, come il primo, ha avuto un impatto sui titoli azionari decisamente positivo, infatti Luxottica è cresciuta del 4,76% ed Essilor del 4,74%. Anche in questo caso gli indici di mercato sono aumentati percentualmente (+1,16% il FTSE MIB e +1,36% il CAC 40) ma non in maniera così significativa. L'ultimo evento del periodo preso in considerazione è anche quello che ha impattato maggiormente sul valore dei titoli azionari delle due società. Infatti il primo marzo 2018 è avvenuta l'approvazione senza condizioni dell'operazione di fusione da parte della Commissione Europea e della Federal Trade Commission statunitense. Nonostante l'andamento dei mercati finanziari fosse tendenzialmente negativo sia in Italia che in Francia (-0,70% il FTSE MIB e -1,09% il CAC 40) il titolo di Luxottica ha registrato un incremento del 5,15% e quello di Essilor del 4,87% (grafico 7 e grafico 8).

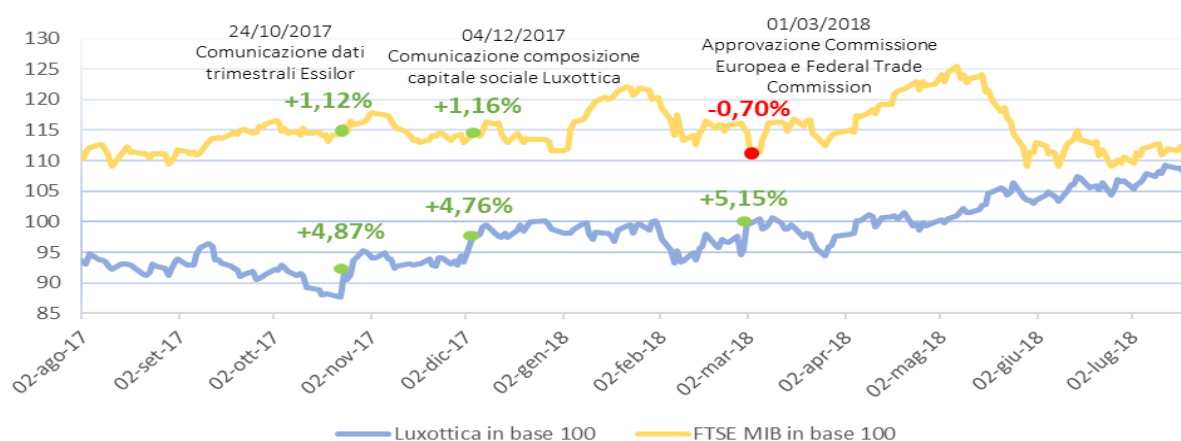


Grafico 7. Confronto Luxottica 2 agosto 2017 – 20 luglio 2018

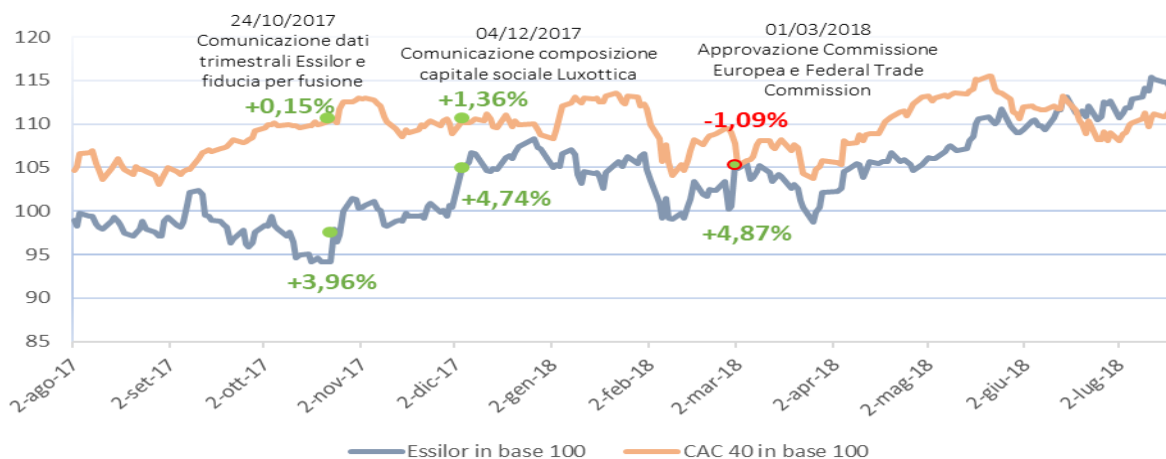


Grafico 8. Confronto Essilor 2 agosto 2017 – 20 luglio 2018

Infine, negli ultimi 7 mesi (dal 20 luglio 2018 al 28 febbraio 2019) sono stati due gli eventi riguardanti l'integrazione tra Luxottica ed Essilor ad aver avuto un impatto notevole sul valore azionario delle società coinvolte.

Il primo evento riguarda la comunicazione da parte di Essilor dei risultati del terzo trimestre 2018 (anche in questo caso positivi) e la comunicazione di voler portare a termine con successo l'OPA che ci sarebbe stata da lì a poco. Il secondo evento riguarda la fine dell'OPA, i risultati riguardanti quest'ultima e la prima assemblea congiunta degli azionisti di EssilorLuxottica. Il primo evento avvenuto il 23 ottobre 2018 ha avuto un impatto sul valore delle azioni molto positivo, infatti Luxottica è cresciuta del 3,00% ed Essilor del 2,80%, questo nonostante gli indici di mercato avessero evidenziato una variazione percentuale negativa (-0,86% il FTSE MIB e -1,69% il CAC 40). Anche il secondo evento ha avuto un impatto sui titoli azionari decisamente buono, infatti Luxottica ha registrato il 29 novembre 2018 una crescita del 4,28% ed Essilor del 3,57%. Anche gli indici di mercato sono aumentati percentualmente (+0,23% il FTSE MIB e +0,46% il CAC 40), ma in maniera meno significativa rispetto alle azioni (grafico 9 e grafico 10).

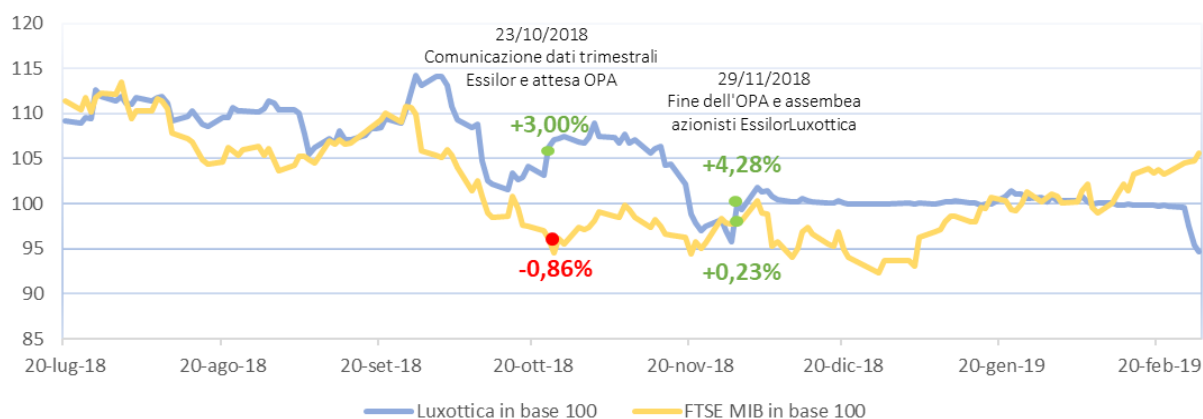


Grafico 9. Confronto Luxottica ultimi 7 mesi: 20 luglio 2018 – 28 febbraio 2019

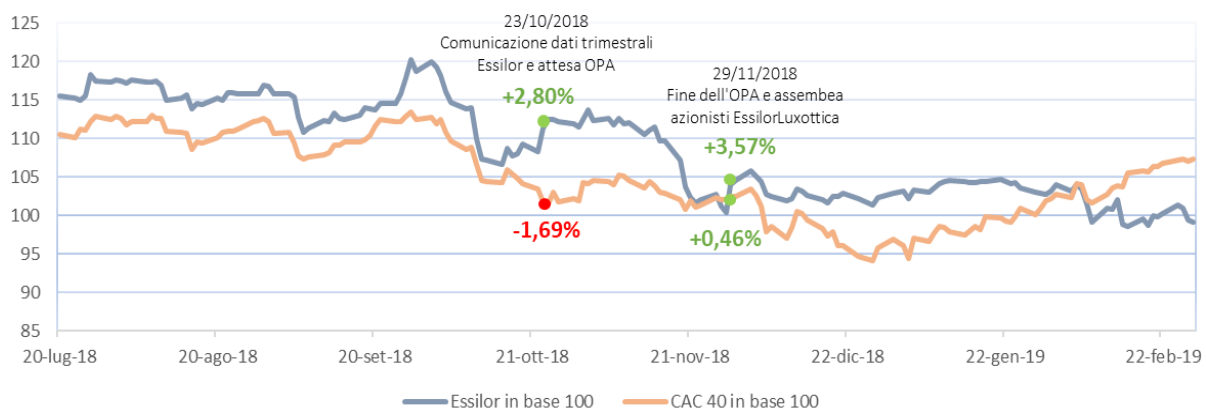


Grafico 10. Confronto Essilor ultimi 7 mesi: 20 luglio 2018 – 28 febbraio 2019

In conclusione, grazie all'analisi sull'andamento dei titoli azionari, è possibile effettuare due considerazioni.

La prima riguarda il fatto che ad aver impattato maggiormente sui valori azionari di Luxottica e di Essilor sono stati gli stessi eventi. Infatti, nonostante alcuni accadimenti riguardassero solamente una delle due società (es. comunicazione risultati trimestrali Essilor) le ripercussioni sui mercati finanziari hanno coinvolto anche l'altra.

La seconda considerazione riguarda l'evento che ha impattato maggiormente. Infatti, sia per Essilor che per Luxottica l'annuncio della fusione ha impattato positivamente sul valore dei titoli azionari in maniera più significativa rispetto a tutti gli altri eventi.

3.9 La valutazione nell'integrazione tra Essilor e Luxottica

Essilor e Luxottica hanno quindi portato a termine una delle più importanti operazioni di M&A della storia recente. L'analisi ha posto in evidenza lo stato di salute positivo delle imprese nel *pre-deal* e su tutte le fasi che hanno caratterizzato l'operazione straordinaria. Uno dei momenti più significativi, ancora da trattare, è quello riguardante la valutazione, sia in relazione alla determinazione del rapporto di cambio sia in relazione alle sinergie che si sono venute a concretizzare. Nel paragrafo precedente è stato descritto come l'OPS si sia realizzata ad un rapporto di cambio dello 0,461, ma come è stato determinato questo valore? Per rispondere al quesito occorre approfondire i metodi di valutazione impiegati. Inoltre, uno dei *driver* principali dell'operazione è sicuramente quello riguardante il raggiungimento delle sinergie come diretta conseguenza dell'integrazione verticale¹⁸⁷ tra Essilor e Luxottica. Anche in merito a quest'ultima considerazione è indispensabile analizzare le metodologie utilizzate per stimare i benefici sinergici. Nei prossimi paragrafi verrà quindi analizzata la valutazione della società *target*, la valutazione delle sinergie ottenibili dall'operazione e verrà effettuato un *reverse-engineering* sulle previsioni effettuate dagli analisti per osservare se effettivamente, quest'ultime, si sono concretizzate.

3.9.1 Valutazione e rapporto di cambio

L'operazione tra Essilor e Luxottica¹⁸⁸, come descritto precedentemente, si è sviluppata seguendo principalmente due fasi. La prima relativa al conferimento di Delfin nei confronti di Essilor della propria partecipazione in Luxottica, mentre la seconda è quella in cui Essilor, dopo

¹⁸⁷ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

¹⁸⁸ I dati e le informazioni riportate sono stati estrapolati dal documento di offerta (offerta pubblica di scambio obbligatoria) e dalla banca dati Zephyr.

aver cambiato nome in EssilorLuxottica, ha finalizzato l'offerta pubblica di scambio sulle azioni di Luxottica. Per entrambi le fasi dell'operazione il rapporto di cambio è risultato essere il medesimo e pari a 0,461 (per la precisione 0,4613 in seguito all'aggiustamento). In sostanza per ogni azione di Luxottica sono state corrisposte 0,4613 azioni di EssilorLuxottica. Delfin e Essilor, in sede di sottoscrizione del *combination agreement*, hanno utilizzato alcune metodologie valutative per arrivare al valore in questione, escludendone, pertanto, altre. Una volta ottenuto un *range* di valori sufficientemente attendibile, le due società, hanno poi negoziato per arrivare a stabilire il valore definitivo. Per calcolare il rapporto di cambio, sono state prese in considerazione le informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali delle due società più rilevanti e ottenibili dai bilanci degli anni precedenti, le comunicazioni avvenute per mezzo stampa, la valutazione storica delle azioni e tutto ciò che potesse fornire informazioni utili in merito alle future capacità di Essilor e di Luxottica di generare reddito e cassa. Luxottica Group S.p.A. è stata assistita nel processo, in qualità di *financial advisor*, da Deutsche Bank AG, mentre Essilor International da BNP Paribas SA, Citigroup Inc. e Rothschild & Co. Infine Delfin S.à.r.l. è stata assistita da Mediobanca S.p.A. Entrando nel merito dei metodi valutativi, quelli utilizzati nel documento di offerta per la valutazione di entrambe le società, sono stati:

1. Metodo basato sull'analisi dei prezzi di chiusura delle due società fino al 13 gennaio 2017¹⁸⁹, ponderati in relazione alla quantità di azioni scambiate¹⁹⁰ da Essilor e da Luxottica, in termini di volumi. Nello specifico sono stati presi in considerazione i prezzi di chiusura delle azioni di Essilor e di Luxottica nei rispettivi mercati di riferimento, l'Euronext Paris per Essilor e Borsa Italiana per Luxottica.
2. Metodo del *Discounted Cash Flow*, attraverso il quale è stata effettuata la stima dei flussi di cassa che le due società sarebbero state in grado di generare nel medio termine e la loro proiezione all'infinito con il calcolo del *terminal value*¹⁹¹. Grazie

¹⁸⁹ È stata utilizzata questa data, in quanto rappresenta l'ultimo giorno di scambi sui mercati regolamentati prima dell'annuncio da parte delle società della firma del *combination agreement*. In questo modo sono stati presi in considerazione prezzi non influenzati dagli effetti che l'annuncio dell'operazione ha avuto sui mercati.

¹⁹⁰ La ponderazione è stata effettuata in quanto il volume di azioni scambiato quotidianamente risulta essere un indicatore di liquidità dei titoli azionari.

¹⁹¹ Per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la formula di Gordon, che è la seguente:

$$\text{Terminal value} = \text{FCF (t+1)} / (\text{Wacc-r}) / \text{Wacc}$$

dove FCF = flusso di cassa disponibile, Wacc = tasso di sconto r = tasso di crescita costante perpetuo dei flussi.

all'attualizzazione dei flussi di cassa¹⁹² è stato determinato l'*enterprise value*, dal quale è stato possibile, in un secondo momento, risalire all'*equity value* sottraendo l'indebitamento finanziario netto ed effettuando ulteriori adeguamenti. Alla base delle previsioni sui flussi di cassa futuri, effettuata dai *broker*¹⁹³ (le società hanno infatti deciso di utilizzare previsioni *consensus* nell'applicazione della metodologia valutativa in questione), sono state stabilite delle *assumptions* la cui natura non risultava essere certa e le valutazioni in questione erano *stand-alone*, non tenevano quindi conto delle sinergie che potenzialmente potevano essere ottenute con il completamento dell'operazione.

3. Metodo basato sull'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca. Nello specifico sono stati presi in considerazione i *target price* a partire dal 22 novembre 2016 (data in cui Essilor ha effettuato l'acquisizione in due società differenti) fino al 13 gennaio 2017 (data antecedente l'annuncio dell'accordo tra le parti), così da poter fare affidamento su dati e informazioni recenti, ma non influenzate dall'operazione in atto tra le parti.

I metodi di valutazione esclusi, e scartati, sono stati invece:

1. Metodo del *Net book asset value* (NBV), in quanto non teneva in considerazione le potenzialità future delle due società.
2. Metodo dell'*Adjusted net asset value* (NAV), vista la sua principale utilità per la valutazione di *holding* particolarmente diversificate o di società il cui valore storico delle attività può discostarsi in maniera significativa da quello di immediato realizzo.
3. Metodo dei multipli di operazioni comparabili, in quanto è stato ritenuto che fossero assenti imprese con caratteristiche simili ad Essilor e Luxottica.
4. Metodo dei multipli di società comparabili, eliminato per ragioni analoghe al metodo precedente, in quanto sono state ritenute assenti società che potessero essere comparate direttamente.

Con il primo metodo valutativo utilizzato, quello dell'analisi dei prezzi di chiusura ponderati al 13 gennaio 2017, a 1 mese, a 6 mesi, a 9 mesi e a 12 mesi sono stati ottenuti i seguenti *range*

¹⁹² Per flussi di cassa, in questo caso, si intendono i flussi di cassa "disponibili", ovvero i flussi di cassa a cui vengono sottratte le imposte, le variazioni del capitale circolante e le spese per investimenti, fatta eccezione per proventi e oneri finanziari.

¹⁹³ Per completezza i *Broker* che hanno effettuato valutazioni previsionali per Luxottica sono stati: Equita SIM, Goldman Sachs, Barclays, J.P. Morgan, Société Générale, Fidentiis, e Raymond James. Quelli che hanno effettuato previsioni per Essilor, invece, sono stati: BNP Paribas, UBS, Raymond James, Oddo e Société Générale.

in termini valutativi: 102,1-110,0 euro per azione per Essilor, e 45,7- 49,8 euro per azione per Luxottica. Il rapporto di cambio implicito, quindi, oscillava tra 0,419 e 0,485.

Con il secondo metodo valutativo, il *discounted cash flow*, è stato determinato il seguente *range* in termini valutativi: 43,3-53,5¹⁹⁴ euro per azione per Luxottica e 95,9-124,4¹⁹⁵ euro per azione per Essilor. Rapporto di cambio compreso, quindi, nel *range* 0,430-0,451. Per ottenere i valori appena descritti è stato utilizzato un tasso di crescita perpetua (per il *terminal value*) compreso nel *range* 2,00% e 2,50%. Il tasso di sconto (WACC) utilizzato per attualizzare i flussi di cassa di Luxottica rientrava nel *range* 6,75%-7,25%, mentre quello utilizzato per Essilor era iscritto nel *range* 6,25% e 6,75%.

Infine, con il metodo valutativo basato sui *target price* stimati dagli analisti finanziari, sono stati definiti dei valori minimi, medi e massimi riguardanti le due società. Nello specifico, per Luxottica è stato calcolato un minimo pari a 40,5 euro per azione, un massimo di 59,5 e un valore medio di 51,5. Per Essilor invece, i rispettivi valori di riferimento, sono stati 93,0, 140,0 e 115,8. In questo caso il rapporto di cambio implicito oscillava tra 0,425 e 0,444.

	<i>Range</i> di valori per azione (euro)		
	Essilor	Luxottica	Rapporto di cambio
Metodo dell'analisi dei prezzi di chiusura	102,1-110,0	45,7-49,8	0,419-0,485
Metodo del <i>discounted cash flow</i>	95,9-124,4	43,3-53,5	0,430-0,451
Metodo dell'analisi dei <i>target price</i>	93,0-140,0	40,5-59,5	0,425-0,444

Tabella 11. Riepilogo dei valori ottenuti dai vari metodi valutativi

In sede di negoziazione, le società, una volta presi in considerazione i risultati ottenuti, hanno stabilito come rapporto di cambio 0,461 (diventato successivamente 0,4613¹⁹⁶) che, come è possibile constatare anche dalla tabella 11, si trova nella parte superiore dei *range* stimati¹⁹⁷.

¹⁹⁴ L'*enterprise value* di Luxottica oscillava tra i 22,0 e i 26,8 miliardi di euro.

¹⁹⁵ L'*enterprise value* di Essilor oscillava tra i 24,8 e i 31,1 miliardi di euro.

¹⁹⁶ Valore finale del rapporto di cambio ottenuto con l'applicazione della "Formula di Aggiustamento".

¹⁹⁷ Per la ragione appena evidenziata risulta essere ragionevole pensare che siano comunque state prese in considerazione i benefici sinergici nello stabilire in via definitiva il rapporto di cambio. Per approfondimenti si rimanda al paragrafo 3.9.3.

3.9.2 Reverse engineering: ricostruzione della valutazione con il DCF method

Con il termine *reverse engineering* viene intesa la ricostruzione del processo che ha portato a determinati risultati finali partendo da quest'ultimi. Grazie a questo approccio è stato possibile approfondire maggiormente l'effettiva applicazione pratica del *Discounted Cash Flow Method* per la valutazione di Essilor e di Luxottica, servendoci dell'*Equity Value* per azione stimato con riferimento ad entrambe le società e delle previsioni *consensus* degli anni 2017, 2018 e 2019 estrapolate dal documento di offerta. Entrando nello specifico della ricostruzione effettuata, il procedimento seguito risulta essere il seguente:

1. Stima dei valori previsionali 2020 e 2021: come già evidenziato i dati a nostra disposizione riguardavano esclusivamente gli anni 2017, 2018 e 2019 e nello specifico, nel documento di offerta, sono stati riportati ricavi, EBITDA, ammortamenti e svalutazioni, EBIT, aliquota fiscale, investimenti (*Capex*) e variazione del capitale circolante tutti in chiave prospettica. Partendo quindi dai valori in nostro possesso è stato possibile calcolare i corrispettivi con riferimento, però, agli anni 2020 e 2021. Per la stima dei ricavi è stato ipotizzato che potessero crescere ad un tasso pari a quello medio del periodo 2017-2019 sia nel 2020 che nel 2021 mentre per la stima dell'EBITDA è stato ipotizzato un valore pari al 22% dei ricavi per il 2020 e 22,5% dei ricavi nel 2021 per Luxottica, stabile al 24,17% in tutti e due gli anni, invece, per Essilor (comunque ipotesi ragionevoli se si prende in considerazione le percentuali dei tre anni precedenti). La stima degli ammortamenti e delle svalutazioni, invece, è stata ottenuta sommando al valore più recente a disposizione (es. ammortamenti e svalutazioni al 2019) la differenza tra quest'ultimo e il valore meno recente a disposizione (es. ammortamenti e svalutazioni al 2017) il tutto dividendo per 2. Sottraendo all'EBITDA gli ammortamenti e le svalutazioni è stato possibile risalire all'EBIT che risulta essere pari a circa € 1,5 miliardi nel 2017, € 1,61 miliardi nel 2018, € 1,710 miliardi nel 2019, € 1,83 miliardi nel 2020 e € 1,99 miliardi nel 2021 per Luxottica, mentre per Essilor pari a € 1,35 miliardi nel 2017, € 1,49 miliardi nel 2018, € 1,64 miliardi nel 2019, € 1,90 miliardi nel 2020 e € 2,07 miliardi nel 2021. L'aliquota fiscale presa in considerazione è stata ipotizzata stabile sia per Luxottica (35%) che per Essilor (24,7%) mentre per quanto riguarda gli investimenti, occorre sottolineare che per entrambe le società sono stati ipotizzati pari al 5,0% dei ricavi (valore confermato dagli analisti di mercato). Infine, la variazione del capitale circolante è stata ipotizzata come prodotto tra EBITDA, dell'anno di cui si intendeva stimare la variazione in questione, e la variazione del capitale circolante dell'anno precedente rapportata all'EBITDA sempre dell'anno

precedente (così da stimare una variazione del capitale circolante che potesse essere coerente con i valori assunti per l'appunto dall'EBITDA).

2. Stima del *terminal value*: una volta ottenuti tutti i dati necessari per la ricostruzione del modello è stato stimato il *terminal value* per ogni singola voce. Nello specifico per i ricavi, sia per Essilor che per Luxottica, è stato stimato un tasso di crescita pari al 2,25% (dato medio rispetto a quelli forniti dal documento di offerta), l'EBITDA è rimasto il 22,5% dei ricavi per Luxottica, il 24,17% dei ricavi per Essilor e gli ammortamenti sono stati stimati pari agli investimenti¹⁹⁸ (quest'ultimi sempre uguali al 5,0% dei ricavi¹⁹⁹). Il *terminal value* con impatto sull'EBIT risulta essere pari a circa 2,071 miliardi per Luxottica e 2,074 miliardi per Essilor. Infine, l'aliquota fiscale è rimasta invariata e per il calcolo della variazione del capitale circolante è stato utilizzato lo stesso ragionamento precedentemente descritto.
3. Stima del FCFF: dopo aver determinato l'EBIT è stato possibile risalire al FCFF togliendo all'utile operativo le tasse figurative, gli investimenti (*capex*) e sommando la variazione del capitale circolante (segno negativo) e gli ammortamenti²⁰⁰. Il risultato ottenuto per Luxottica è stato un FCFF pari a € 736 milioni nel 2017, € 913 milioni nel 2018, € 985 milioni nel 2019, € 1,19 miliardi nel 2020, € 1,28 miliardi nel 2021 e € 1,29 miliardi come *terminal value*. Essilor invece ha evidenziato i seguenti risultati in termini di FCFF: € 692 milioni nel 2017, € 746 milioni nel 2018, € 890 milioni nel 2019, € 1,34 miliardi nel 2020, € 1,44 miliardi nel 2021 e € 1,48 miliardi come *terminal value*. Di seguito il riepilogo di tutti i dati e i risultati riguardanti Luxottica (tabella 12) e Essilor (tabella 13).

¹⁹⁸ L'ipotesi tale per cui la stima degli ammortamenti risulta essere pari a quella degli investimenti nel *terminal value* è frequentemente adottata nella prassi professionale.

¹⁹⁹ Spesso nel *terminal value* viene preso in considerazione un valore riguardante gli investimenti minore rispetto a quelli storici in quanto, visto che viene ipotizzato anche un tasso di crescita dei ricavi più basso, si presume una futura fase di sostanziale mantenimento per la società oggetto di valutazione e non di crescita.

²⁰⁰ La formula utilizzata e il procedimento seguito sono state trattate nel capitolo 2 paragrafo 2.3.1 a cui si rimanda per approfondimenti.

	Dati prospettici (milioni di euro)					
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV
Ricavi	9.723,00	10.093,00	10.503,00	11.024,31	11.571,49	11.831,84
<i>Tasso di crescita ricavi</i>	7,02%	3,81%	4,06%	4,96%	4,96%	2,25%
EBITDA	2.057,00	2.167,00	2.287,00	2.425,35	2.603,58	2.662,16
% EBITDA	21,16%	21,47%	21,77%	22,00%	22,50%	22,50%
Ammortamenti e Svalutazioni	-536,00	-554,00	-577,00	-597,50	-618,00	-591,59
EBIT	1.521,00	1.612,00	1.710,00	1.827,85	1.985,58	2.070,57
% Aliquota	34,90%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Tasse figurative	-530,83	-564,20	-598,50	-639,75	-694,95	-724,70
Investimenti (Capex)	-734,00	-653,00	-664,00	-551,22	-578,57	-591,59
% su ricavi	7,55%	6,47%	6,32%	5,00%	5,00%	5,00%
Ammortamenti e Svalutazioni	536,00	554,00	577,00	597,50	618,00	591,59
Variazione del Capitale Circolante	-56,00	-36,00	-40,00	-42,42	-45,54	-46,56
FCFF	736,17	912,80	984,50	1.191,97	1.284,52	1.299,31

Tabella 12. Riepilogo costruzione FCFF Luxottica

	Dati prospettici (milioni di euro)					
	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV
Ricavi	7.776,00	8.353,00	9.026,00	9.771,46	10.578,50	10.816,51
<i>Tasso di crescita ricavi</i>	9,30%	7,42%	8,06%	8,26%	8,26%	2,25%
EBITDA	1.839,00	1.996,00	2.182,00	2.362,21	2.557,31	2.614,85
% EBITDA	23,65%	23,90%	24,17%	24,17%	24,17%	24,17%
Ammortamenti e Svalutazioni	-390,00	-411,00	-436,00	-459,00	-482,00	-540,83
EBIT	1.356,00	1.488,00	1.643,00	1.903,21	2.075,31	2.074,02
% Aliquota	24,60%	24,70%	24,70%	24,70%	24,70%	24,70%
Tasse figurative	-333,58	-367,54	-405,82	-470,09	-512,60	-512,28
Investimenti (Capex)	-648,00	-734,00	-722,00	-488,57	-528,92	-540,83
% su ricavi	8,33%	8,79%	8,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Ammortamenti e Svalutazioni	390,00	411,00	436,00	459,00	482,00	540,83
Variazione del Capitale Circolante	-72,00	-51,00	-61,00	-66,04	-71,49	-73,10
FCFF	692,42	746,46	890,18	1.337,51	1.444,29	1.488,64

Tabella 13. Riepilogo costruzione FCFF Essilor

4. Calcolo *Enterprise Value*: dal FCFF è stato poi possibile risalire all'*Enterprise Value* di entrambe le società. Infatti, ipotizzando un WACC (tasso di sconto) del 7,0% per Luxottica, del 6,5% per Essilor ed un tasso di crescita perpetua per entrambe le società del 2,25% (i valori ipotizzati come tasso di sconto e di crescita risultano essere una media dei valori presenti nel documento di offerta) è stato possibile risalire al valore complessivo dell'impresa utilizzando il generale modello teorico del *Discounted Cash Flow*. Una volta calcolato il *terminal value* (TV) al 2021 con la formula di Gordon²⁰¹ e dopo averlo opportunamente attualizzato al 2017, è stato possibile ottenere l'*Enterprise value* di Luxottica e di Essilor sommando il TV ai FCFF precedentemente stimati e, in questa sede, opportunamente attualizzati in base al periodo di riferimento. Per Luxottica

²⁰¹ Il documento di offerta sottolinea che per il calcolo del *terminal value* è stata utilizzata la formula di Gordon, descritta sotto un punto di vista teorico nel capitolo 2 paragrafo 2.3.1 a cui si rimanda per approfondimenti.

è stato stimato un EV medio di circa € 23,6 miliardi di euro (tabella 14), mentre per Essilor un EV medio di circa € 29,7 miliardi di euro (tabella 15).

Luxottica Enterprise Value (milioni di euro)					
WACC medio	7,0%				
Tasso di crescita medio	2,25%				
<i>Terminal value</i> al 2021	27353,91				
<i>Terminal value</i> al 2017	19502,96				
Periodi	1	2	3	4	5
Valore attuale	688,01	797,27	803,65	909,34	915,84
Tasso di sconto	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
Enterprise value medio	23617,077				

Tabella 14. Luxottica *Enterprise Value*

Essilor Enterprise Value (milioni di euro)					
WACC medio	6,50%				
Tasso di crescita medio	2,25%				
<i>Terminal value</i> al 2021	31936,69				
<i>Terminal value</i> al 2017	23309,98				
Periodi	1	2	3	4	5
Valore attuale	650,16	658,13	736,93	1039,68	1054,16
Tasso di sconto	0,94	0,88	0,83	0,78	0,73
Enterprise value medio	29704,46				

Tabella 15. Essilor *Enterprise Value*

5. Calcolo *Equity Value* per azione: Infine, sottraendo all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta delle due società (PFN), le rettifiche effettuate in sede di valutazione (in entrambi i casi le rettifiche sono risultate essere negative come conseguenza della presenza di minoranze²⁰²) e dividendo tutto per il numero di azioni *diluted* è stato possibile risalire ad un valore per azione di euro 46,68 per Luxottica (tabella 16) e di euro 118,14 per Essilor (tabella 17).

Luxottica	
PFN	1200
Rettifiche all' <i>Enterprise value</i>	100
Numero di azioni <i>diluted</i>	478,1
<i>Equity Value</i>	22317,08
Valore medio azione Luxottica	46,68

Tabella 16. Luxottica valore azionario

Essilor	
PFN	2100
Rettifiche all' <i>Enterprise value</i>	1200
Numero di azioni <i>diluted</i>	223,5
<i>Equity Value</i>	26404,46
Valore medio azione Essilor	118,14

Tabella 17. Essilor valore azionario

²⁰² Per minoranze si fa riferimento alla presenza di azionisti di minoranza che hanno, quindi, una partecipazione nella società e diritto di partecipare agli utili.

I valori per azione riportati nelle tabelle 16 e 17 sono stati determinati, come già sottolineato, sulla base di un WACC medio pari a 7,0% per Luxottica e 6,5% per Essilor e un tasso di crescita medio pari a 2,25%. Ipotizzando per ciascuna società un WACC superiore di 25 punti base al valore medio e un tasso di crescita inferiore di 25 punti base, il valore minimo per azione di Luxottica ed Essilor sarebbe pari rispettivamente a 42,2 e 104,52; utilizzando un WACC inferiore di 25 punti base al valore medio e un tasso di crescita superiore di 25 punti base, il valore massimo per azione di Luxottica ed Essilor sarebbe pari rispettivamente a 52,2 e 135,4. L'ipotesi di ricostruzione della valutazione effettuata con il *DCF method* risulta essere, quindi, soddisfacente e ci fornisce un risultato che è in linea con quanto previsto nel documento di offerta. Infatti, il documento in questione evidenzia un *range* in termini di *Equity Value* per azione di euro 43,3 e 53,5 per Luxottica e di euro 95,9 e 124,4 per Essilor. I nostri risultati sono sostanzialmente coerenti con i *range* di riferimento e, soprattutto il valore medio per azione calcolato non si discosta in maniera significativa da quello che è il valore medio dei due intervalli presi in considerazione. Quest'ultimo aspetto è assolutamente rilevante visto che, come già descritto precedentemente, l'utilizzo del WACC medio e del tasso di crescita perpetua medio, avrebbe dovuto fornire valori quanto più vicini possibile al valore medio dei due *range*. In conclusione, grazie alle informazioni in nostro possesso (prevalentemente estrapolate dal documento di offerta), grazie all'elaborazione di ipotesi strutturate nella costruzione dei valori prospettici, grazie ad alcune conferme ottenute dagli analisti di mercato e applicando i concetti teorici descritti nel secondo capitolo con riferimento al *Discounted Cash Flow method*, è stato possibile ricostruire con efficacia un'ipotesi di valutazione riguardante Luxottica ed Essilor.

3.9.3 Valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione

Nei paragrafi precedenti, è stata sottoposta ad analisi esclusivamente la valutazione effettuata dalle due società in sede di negoziazione con il fine di stabilire il rapporto di cambio più adeguato possibile. Tale valutazione è stata effettuata in termini *stand alone*, quindi senza considerare le sinergie derivanti dal completamento dell'operazione. Il tema delle sinergie, e dei relativi costi di integrazione però, è assolutamente centrale nell'operazione di M&A analizzata in questo capitolo. Infatti, come sottolineato più volte, la possibilità di ottenere sinergie dall'operazione, è stata una delle motivazioni più significative alla base della combinazione delle due società.

Il *management* dei due gruppi ha stimato, nel documento di offerta, sinergie riguardanti l'aumento dei ricavi per 200-300 milioni di euro annui, sinergie ottenute grazie all'efficientamento della *supply chain* per 150-200 milioni e una diminuzione delle spese di

circa 70-100 milioni. Tutto questo con riferimento al medio periodo e con un'incidenza totale sull'EBIT di circa 460-600 milioni di euro netti²⁰³. Valori destinati ad aumentare con riferimento al lungo periodo²⁰⁴.

Entrando nello specifico, le sinergie (nella maggior parte dei casi al netto dei costi di integrazione) ipotizzate in merito all'integrazione in questione sono state le seguenti²⁰⁵:

1. Sinergie di ricavo: in merito ai ricavi, prendendo in considerazione uno scenario base²⁰⁶ e al netto dei costi di integrazione, sono state stimate sinergie di 0 milioni per l'anno 2018, di 18 milioni per il 2019, di 40 milioni per il 2020, di 80 milioni per il 2021 e di 143 milioni per il 2022. Infatti, nonostante il valore sinergico stimato per il primo anno fosse nullo (difficilmente sarebbero state raggiunte sinergie in così poco tempo), negli anni successivi i valori risultavano essere significativamente positivi. Il raggiungimento di tali sinergie sarebbe stato possibile ipotizzando lo sfruttamento reciproco dei canali di vendita di Essilor e Luxottica o particolari accordi di esclusività sulla vendita al dettaglio. Inoltre, l'utilizzo della tecnica di vendita *cross-selling* implementata dal *bundling*²⁰⁷ avrebbe permesso di offrire ai clienti prodotti caratterizzati da montature Luxottica e lenti Essilor.
2. Interruzione competitiva: viene così definito il rischio che i clienti di Luxottica e di Essilor (in particolare di quest'ultima) potessero cambiare società fornitrice di lenti esclusivamente perché contrari alla fusione e sostanzialmente come segno di protesta. Questo fenomeno ha avuto un impatto significativo e negativo all'inizio del processo di

²⁰³ Secondo il comunicato stampa "Risultati pro forma 2018: solida crescita, redditività e generazione di cassa" del 08-03-2019 disponibile su essilorluxottica.com, le sinergie stimate risultano avere un impatto netto e positivo sul reddito. Di conseguenza la stima risulta essere al netto dei costi di integrazione.

²⁰⁴ I dati e le informazioni riportate sono stati estrapolati dal documento di offerta (offerta pubblica di scambio obbligatoria).

²⁰⁵ Le informazioni e i dati sono stati estrapolati da un'analisi effettuata da J.P. Morgan. Quest'ultimo è uno dei due consulenti finanziari dell'offerente anche se, in questo caso, l'analisi risulta essere indipendente dalla consulenza fornita nella fusione. Nel documento, infatti, vengono forniti suggerimenti sull'acquisto o sulla vendita del titolo azionario. Il *report* in questione si intitola "*EssilorLuxottica: Merger has potential to create a cash machine but remains expensive on most metrics: remain Neutral*" ed è del 25 ottobre 2018.

²⁰⁶ Gli scenari presi in considerazione dagli analisti sono stati: *base* (base), *bear* (orso) e *bull* (toro). Nel primo scenario, la valutazione si è basata su ipotesi neutrali, nel secondo e nel terzo invece le ipotesi erano rispettivamente pessimistiche e ottimistiche.

²⁰⁷ Questo approccio di vendita è stato considerato lecito da tutte le autorità *Antitrust* dei vari Paesi in cui EssilorLuxottica avrebbe operato, anche dalle autorità cinesi.

fusione, ma viene stimata una sua progressiva descrecita negli anni successivi grazie agli impegni già assunti dalle società per limitare quanto appena descritto. L'interruzione competitiva, avente esclusivamente impatto negativo, è da considerarsi come uno dei costi, direttamente riconducibili all'integrazione, più significativi che EssilorLuxottica ha dovuto sostenere. I valori stimati (scenario base) sono stati: -8 milioni di euro per il 2018,-7 milioni per il 2019,-4 milioni per il 2020,-2 milioni per il 2021 e -1 milione per il 2022.

3. Sinergie sull'approvvigionamento: grazie all'integrazione, uno dei vantaggi sinergici più significativi deriva proprio dall'efficientamento della *supply chain*. Infatti, con l'acquisizione delle lenti di Essilor da parte di Luxottica, sono stati stimati importanti benefici riscontrabili principalmente a livello di *gross margin* (margine lordo) e *EBIT margin* (margine EBIT).
4. Sinergie di costo su vendita e distribuzione: nonostante Essilor e Luxottica presentino differenti strategie di vendita (Luxottica eroga i propri prodotti per il 60% attraverso il *retail* e per il 40% attraverso il *wholesale*, mentre Essilor opera principalmente attraverso rappresentanti e vende a professionisti) sono stati stimati importanti benefici sinergici crescenti dal 2018 al 2022, aventi valori annuali pari a 0, 54, 112, 233, 361 milioni di euro, sempre tenendo in considerazione lo scenario base.
5. Sinergie su spese generali ed amministrative: Nonostante le stime risultino essere prudenti, anche in questo caso sono stati stimati importanti vantaggi sinergici riguardanti principalmente la possibilità di ridurre i costi di *back office*. In termini numerici sono state stimate sinergie per 0 milioni di euro nel 2018, 18 milioni nel 2019, 54 milioni nel 2020, 140 milioni nel 2021, 231 milioni nel 2022 (scenario base).

Attraverso la somma algebrica dei valori annuali riguardanti le sinergie di ricavo, di costo su vendita e distribuzione, le sinergie generali e amministrative e gli effetti negativi dell'interruzione competitiva, sono state ottenute le stime delle sinergie annuali totali con impatto sull'EBIT, le quali presentavano i seguenti valori: -8 milioni di euro nel 2018, 47 milioni nel 2019, 138 milioni nel 2020, 298 milioni nel 2021 e 537 milioni nel 2022 (vedi tabella 18).

Base scenario (million)	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Revenue synergies	0	18	40	80	143
Competitive disruption	-8	-7	-4	-2	-1
Selling & Distribution synergies	0	27	84	145	241
General & Administrative synergies	0	9	18	75	154
Net EBIT synergies	-8	47	138	298	537

Tabella 18. Riepilogo valori derivanti dalle sinergie stimate

In sostanza le previsioni appena descritte risultano essere in linea con gli obiettivi e con le considerazioni dei *management* delle due società. I dirigenti stimavano il raggiungimento nel medio periodo di sinergie con impatto sull'EBIT tra 460 e 600 milioni e i valori riportati nella tabella 18 sono in linea con questo tipo di previsione visto che riportano il raggiungimento di 537 milioni di sinergie con impatto sull'EBIT entro il 2022. In termini di tempistiche, era stata prevista, quindi, una realizzazione percentuale annua delle sinergie del -1,5% nel 2018, del 8,75% nel 2019, del 25,7% nel 2020, del 55,5% nel 2021 e del 100% nel 2022²⁰⁸, anno in cui è stato ipotizzato il raggiungimento a regime dei benefici sinergici di medio termine (grafico 11).

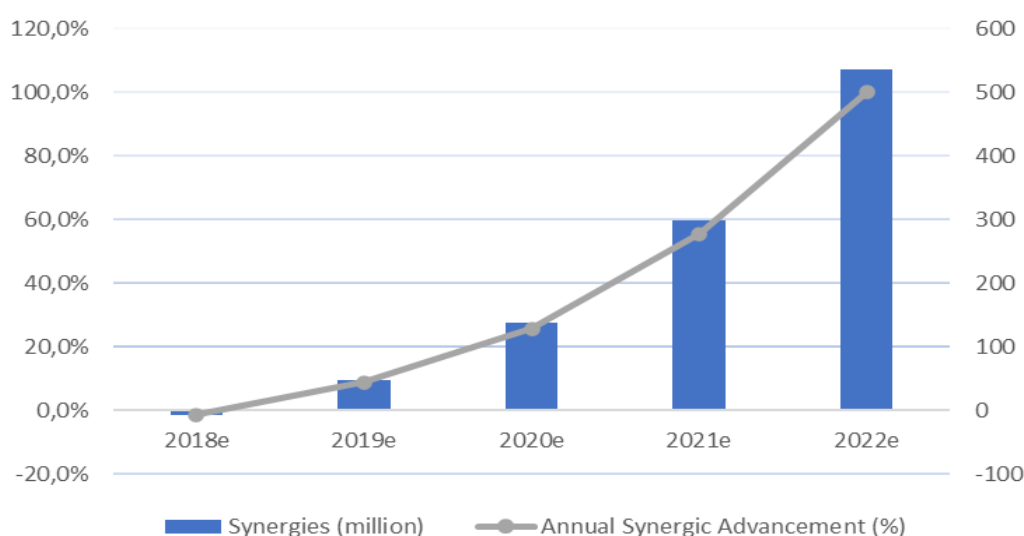


Grafico 11. Avanzamento annuo delle sinergie

Nonostante il documento di offerta abbia effettuato la valutazione delle due società in termini *stand alone* (quindi senza prendere in considerazione le sinergie descritte nel precedente

²⁰⁸ Le percentuali sono state ottenute dividendo i valori delle previsioni annue delle sinergie con impatto sull'EBIT per il valore stimato al 2022, il quale può essere considerato come valore massimo e *benchmark* in termini di sinergie raggiungibili nel medio periodo.

paragrafo) per stabilire i *range* riguardanti il rapporto di cambio, in realtà, è sensato pensare che nella decisione finale riguardante il tasso di cambio effettivo al quale poi è stato effettuato lo scambio azionario, siano stati presi in considerazione anche i benefici sinergici. La ragione di quanto appena evidenziato risiede nel fatto che il rapporto stabilito è stato pari a 0,4613, valore che è possibile collocare nella parte alta dei *range* ottenuti dalle varie metodologie valutative. Per questo motivo è stato ritenuto necessario ricalcolare il VAN dei benefici sinergici al 2017, così da investigarne la consistenza e l'impatto che hanno avuto sul valore totale dell'operazione. Per la ricostruzione del valore attuale netto è stato utilizzato il *DCF method* e sono state seguite le seguenti due fasi:

1. Stima dei benefici sinergici in termini di *Free Cash Flow* (FCF): sottraendo ai valori riguardanti l'impatto netto delle sinergie sull'EBIT (al netto dei costi di integrazione) le imposte figurative (*taxes*), è stato possibile risalire all'impatto delle sinergie sul risultato netto e, di conseguenza, al FCF riguardante proprio i benefici sinergici²⁰⁹. L'aliquota fiscale utilizzata nel calcolo è stata ipotizzata dagli analisti di J.P. Morgan in un'analisi riguardante proprio la stima delle sinergie nell'operazione di fusione in questione²¹⁰. I valori ottenuti (in euro) sono stati -5,6 milioni per quanto riguarda il 2018, 32,92 milioni per il 2019, 96,53 milioni per il 2020, 208,7 milioni per il 2021 e 375,47 milioni per il 2022 (tabella 19).

Calcolo <i>Free Cash Flow</i>	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Revenue synergies	0	18	40	80	143
Competitive disruption	-8	-7	-4	-2	-1
Selling & Distribution synergies	0	27	84	145	241
General & Administrative synergies	0	9	18	75	154
Net EBIT synergies	-8	47	138	298	537
<i>Tax Rate</i>	30%	30%	30%	30%	30%
Taxes	2,40	-14,08	-41,47	-89,30	-161,53
Net Result	-5,60	32,92	96,53	208,70	375,47
FCF	-5,60	32,92	96,53	208,70	375,47

Tabella 19. Calcolo *Free Cash Flow*

²⁰⁹ È stato ipotizzata la seguente equazione con riferimento alle sinergie: FCF = Risultato netto.

²¹⁰ Per riferimenti in merito al documento in questione si rimanda alla nota (a piè di pagina) numero 68.

2. Calcolo del VAN²¹¹: una volta ottenuto il FCF è stato, possibile calcolare il VAN al 2017. Il WACC ipotizzato è risultato essere pari a 6,75%, valore ottenuto come media dei due WACC precedentemente utilizzati nella ricostruzione della valutazione di Luxottica ed Essilor, mentre il tasso di crescita perpetua è stato ipotizzato pari a 0%, assunzione che è possibile ritrovare spesso nella prassi quando viene effettuata la valutazione delle sinergie. Successivamente, grazie all'applicazione pratica del *Discounted Cash Flow Method*, alla stima del *terminal value* al 2021 con la formula di Gordon e all'attualizzazione di quest'ultimo al 2017, è stato possibile ottenere il VAN dei benefici sinergici sommando il TV ai FCF precedentemente stimati e attualizzando tutto in base al periodo di riferimento. In merito proprio all'attualizzazione, occorre precisare che i valori riguardanti i benefici sinergici fanno riferimento al periodo 2018-2022, di conseguenza per calcolare il VAN al 2017 l'attualizzazione è stata effettuata prendendo in considerazione 6 periodi. Il valore attuale netto ottenuto dall'analisi è risultato essere pari a circa 4,3 miliardi di euro, corrispondente a quasi l'8,8% della somma degli *equity value* di Luxottica ed Essilor (tabella 20).

VAN delle sinergie					
WACC medio	6,75%				
Tasso di crescita	0%				
<i>Terminal value</i> al 2021	5562,45				
<i>Terminal value</i> al 2017	3758,89				
Periodi	2	3	4	5	6
Valore attuale	-4,91	27,06	74,33	150,55	253,72
Tasso di sconto	0,88	0,82	0,77	0,72	0,68
VAN	4259,65				

Tabella 20. Calcolo VAN delle sinergie

In sostanza, vista l'assoluta rilevanza dei benefici sinergici, è possibile concludere che quest'ultimi siano stati presi in considerazione nella decisione finale riguardante il rapporto di cambio e abbiano spinto i promotori, di conseguenza, a stabilire un rapporto di cambio pari a 0,461, valore che, come già sottolineato, si trova nella parte alta dei *range* ottenuti attraverso l'applicazione delle varie metodologie valutative precedentemente descritte.

²¹¹ Il VAN delle sinergie rappresenta l'impatto che hanno quest'ultime sull'*Enterprise Value* (o sull'*Equity Value* visto che coincidono).

Capitolo 4 - La valutazione nel settore finanziario: caso Intesa Sanpaolo - UBI

Introduzione

Il 12 aprile 2021 è stata completata con successo una delle operazioni di M&A del settore finanziario italiano più rilevante negli ultimi anni. L'unione in questione è avvenuta tra Intesa Sanpaolo (ISP) e UBI Banca. Nello specifico ISP ha inglobato UBI attraverso una fusione per incorporazione ed ha ampliato, ulteriormente, quello che dal 2019 è il maggiore gruppo bancario d'Italia²¹². Con riferimento a UBI, l'integrazione ha riguardato circa 2,6 milioni di conti correnti, 2,4 milioni di clienti, circa 1000 filiali e circa 15mila lavoratori²¹³. In questo capitolo, in maniera speculare al lavoro svolto nel capitolo precedente per il caso EssilorLuxottica, verranno descritte le società sotto un punto di vista storico, economico, patrimoniale e finanziario. Verranno poi analizzate le caratteristiche del settore di riferimento, dell'operazione di fusione vera e propria e dell'impatto che quest'ultima ha avuto sui mercati finanziari. Anche in questo caso, il capitolo terminerà con la descrizione delle metodologie valutative utilizzate, con un *reverse engineering* finalizzato alla ricostruzione di uno degli approcci valutativi e con un'analisi riguardante sinergie e costi di integrazione.

4.1 Intesa Sanpaolo S.p.A.: descrizione storica

Intesa Sanpaolo nacque nel 2007 grazie all'integrazione di due grandi società operanti nel settore bancario: Banca Intesa e Sanpaolo IMI²¹⁴. Anche le società appena menzionate, nacquero nel 1998, grazie a due diverse fusioni. Banca Intesa nacque grazie all'unione tra Cariplo e Banco Ambrosiano Veneto, mentre Sanpaolo IMI nacque grazie all'integrazione tra l'Istituto Bancario San Paolo di Torino e IMI²¹⁵ (Istituto Mobiliare Italiano). La vita delle due società è stata contrassegnata in maniera significativa da M&A. Infatti, nel 1999 Banca Intesa acquistò Banca Commerciale Italiana e successivamente completò la fusione con Comit. Sanpaolo IMI, invece, effettuò un'importante acquisizione integrando, all'interno del gruppo, Banco di Napoli. Il primo gennaio 2007, le due società completarono l'ennesimo processo di fusione e, unendosi, diedero vita ad Intesa Sanpaolo. La nuova società era caratterizzata da una presenza sulla penisola significativa e le reti commerciali vennero unificate tramite la Banca

²¹² Fonte delle informazioni: bankpedia.org

²¹³ Fonte dei dati: ansa.it

²¹⁴ I dati e le informazioni sono stati estrapolati dal sito ufficiale di Intesa Sanpaolo: group.intesanpaolo.com

²¹⁵ L'istituto Bancario San Paolo forniva credito per il comparto *retail*, mentre IMI era un'importante società bancaria d'investimento.

dei Territori²¹⁶. A causa di imposizioni da parte delle autorità *antitrust*, ISP dovette cedere al proprio azionista Crédit Agricole S.A. il controllo di tre banche *retail*: FriulAdria, Cariparma e successivamente Cassa di Risparmio della Spezia. Nel 2012 ebbe inizio un'importante attività di crescita per vie esterne da parte del gruppo ISP. Infatti, venne integrato, in un primo momento, l'istituto bancario "Casse di Risparmio dell'Umbria²¹⁷" e, successivamente, Banca dell'Adriatico. L'espansione del gruppo ISP continuò sempre attraverso operazioni di finanza straordinaria e dal 2014 al 2017 vennero incorporati altri 7 istituti di credito: Cassa di Risparmio di Venezia, Banca di Credito Sardo, Banca Monte Parma, Cassa di Risparmio della Provincia di Viterbo, Banca di Trento e Bolzano, Cassa di Risparmio di Rieti e Cassa di Risparmio di Civitavecchia. Nel 2018, a tre anni dall'operazione di incorporazione con Ubi, il gruppo era caratterizzato da una presenza significativamente radicata sul territorio nazionale ed era *leader* europeo in termini di dimensione. Nonostante questo, però, anche nei tre anni antecedenti l'unione con UBI Banca, Intesa Sanpaolo effettuò importanti acquisizioni come quella di Veneto Banca, di Banca Popolare di Vicenza, di Banca Nuova, le Casse di Risparmio del Veneto, del Friuli-Venezia Giulia, di Forlì e della Romagna, di Bologna, di Pistoia e della Lucchesia, Banca CR Firenze, Banca Apulia, Banca Prossima e Banca IMI. Nel febbraio 2020, poi, iniziò il processo di acquisizione di Ubi Banca, terminato con successo ad aprile 2021.

4.2 Intesa Sanpaolo S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

Come evidenziato nel paragrafo precedente, la storia di Intesa Sanpaolo è stata da sempre caratterizzata da continue acquisizioni e integrazioni. Anche nei tre anni antecedenti il *deal* con UBI Banca, la società torinese ha portato a termine numerose operazioni di finanza straordinaria, crescendo e consolidandosi sempre di più. Proprio come nel caso di EssilorLuxottica, dei tre anni antecedenti l'acquisizione di UBI, oltre agli eventi che hanno caratterizzato il vissuto della società, assumono particolare rilevanza le condizioni patrimoniali, economiche e finanziarie dell'istituto di credito. Queste informazioni permettono di avere un quadro completo sullo stato di salute con cui si è presentata la società all'acquisizione. Nei prossimi paragrafi verrà, quindi, effettuata l'analisi sui risultati ottenuti da ISP nei tre anni

²¹⁶ La Banca dei Territori è la divisione del gruppo che si occupa di unificare le attività svolte nel territorio e di stabilire/consolidare i rapporti con i clienti (persone ed imprese) e con enti no-profit.

²¹⁷ Casse di Risparmio dell'Umbria era il risultato della fusione tra le casse di risparmio di Foligno, Città di Castello, Terni e Narni.

antecedenti l'acquisizione (finalizza nel 2021). Nello specifico, verranno comparati i valori economici, patrimoniali e finanziari della società negli anni 2017, 2018 e 2019.

4.2.1 Situazione patrimoniale

Analizzando la situazione patrimoniale di Intesa Sanpaolo, è possibile osservare i cambiamenti che hanno riguardato la società nei tre anni antecedenti l'acquisizione di UBI Banca, in merito alle attività, passività e al patrimonio netto.

Partendo proprio dall'attivo, è possibile constatare come quest'ultimo sia complessivamente aumentato nei tre anni di riferimento. Nel 2017 il valore è pari a circa 797 miliardi di euro, nel 2018 è diminuito di circa 9 miliardi, tornando ad aumentare nel 2019 e attestandosi ad un valore pari a circa 816 miliardi²¹⁸. Entrando nello specifico le voci che hanno registrato le variazioni più significative negli anni in questione e a cui è possibile attribuire maggiormente l'incremento complessivo registrato nei tre anni, sono le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, le attività valutate a *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e le attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39. Tutte le altre voci, invece, non presentano variazioni eccessivamente significative nei tre anni di riferimento. Le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico sono passate da un valore di circa 39,5 miliardi di euro nel 2017, a circa 42 miliardi nel 2018 per poi attestarsi a 49,4 miliardi nel 2019. Scomponendo la voce è possibile attribuire il leggero decremento registrato tra il 2017 e il 2018 alla diminuzione di altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al *fair value*, mentre il significativo incremento, di circa 7,3 miliardi, registrato tra il 2017 e il 2018 è dovuto principalmente alle attività finanziarie detenute per la negoziazione. Quest'ultime sono aumentate a causa del forte accrescimento delle attività per cassa di livello 1²¹⁹, le quali sono incrementate di circa 6,5 miliardi. Le attività valutate a *fair value* con impatto sulla redditività complessiva, invece, sono diminuite di circa 4 miliardi tra il 2017 e il 2018 per poi aumentare di circa 12 miliardi tra il 2018 e 2019, attestandosi a circa 72,4 miliardi di euro. Analizzando la voce è possibile attribuire sia la diminuzione tra i primi due anni di analisi, che il successivo incremento, principalmente alla differente quantità (in valori monetari) di titoli di debito sottoscritti dalle amministrazioni pubbliche negli anni in

²¹⁸ I dati e le informazioni sono stati ricavati dai prospetti contabili, dalle note integrative e dalle relazioni di gestione del 2017, 2018 e 2019 di Intesa Sanpaolo disponibili su group.intesasanpaolo.com

²¹⁹ Le attività per cassa sono composte da titoli di debito (quasi raddoppiati tra il 2018 e il 2019), titoli di capitale, quote di O.I.C.R. e finanziamenti (pronti contro termine e altri). Il livello indica la rischiosità.

questione. Anche le attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39²²⁰, hanno registrato una leggera diminuzione tra il 2017 e il 2018, passando da circa 152,5 miliardi a circa 149,5 miliardi per poi aumentare in maniera significativa tra il 2018 e il 2019, attestandosi a circa 168 miliardi di euro (tabella 21).

(Ammontare in milioni di euro)	2019	2018	2017
ATTIVO			
Cassa e disponibilità liquide	9.745	10.350	9.353
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	49.414	42.115	39.582
a) attività finanziarie detenute per la negoziazione	45.152	38.806	39.028
b) attività finanziarie designate al fair value	195	208	554
c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value	4.067	3.101	-
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva	72.410	60.469	64.968
Attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al fair value ai sensi dello IAS 39	168.202	149.546	152.582
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	467.815	476.503	483.959
1) Crediti verso Banche	49.027	69.307	72.057
2) Crediti verso Clientela	418.788	407.196	411.902
Attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al costo ammortizzato ai sensi dello IAS 39	612	952	423
Derivati di copertura	3.029	2.993	4.213
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	1.569	124	-204
Partecipazioni	1.240	943	678
Riserve tecniche a carico dei riassicuratori	28	20	16
Attività materiali	8.878	7.372	6.678
Attività immateriali	9.211	9.141	7.741
di cui: avviamento	4.055	4.227	4.056
Attività fiscali	15.467	17.258	16.887
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	494	1.297	627
Altre attività	7.988	8.707	9.358
Totale dell'attivo	816.102	787.790	796.861

Tabella 21. Intesa Sanpaolo: attività

Spostando il *focus* dell'analisi sulle passività è possibile osservare come le variazioni che si sono registrate nei tre anni presi in considerazione siano principalmente riconducibili ai differenti valori assunti dalle passività finanziarie valutate al costo ammortizzato e dalle passività finanziarie di di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39. Tutte le altre voci del passivo, invece, presentano valori più o meno omogenei nel periodo 2017-2019. Entrando nello specifico, le passività valutate al costo ammortizzato nell'esercizio 2017 presentano un valore pari a circa 516 miliardi, nel 2018 sono pari a circa 513 miliardi e nel 2019, in seguito ad una variazione positiva di circa 6 miliardi, si sono attestate ad un valore pari a 519 miliardi. Le passività in questione sono composte da debiti verso banche, debiti verso clientela e titoli in circolazione. La voce "debiti verso banche", dopo la variazione positiva di circa 8 miliardi tra il 2017 e il 2018, ha registrato una variazione negativa di circa 4

²²⁰ Il gruppo Intesa Sanpaolo, applicando il "Deferral Approach" rileva in bilancio le attività e le passività finanziarie delle Compagnie assicurative controllate secondo quanto stabilito dallo IAS 39.

miliardi tra il 2018 e il 2019. Il complessivo incremento negli anni presi in considerazione delle passività finanziarie valutate al costo ammortizzato, quindi, è da attribuire principalmente alla voce “debiti verso clientela”, che è sempre cresciuta nei tre anni, e alla voce “titoli in circolazione”, che dopo un iniziale decremento, ha registrato una variazione positiva tra il 2018 e il 2019. I debiti verso la clientela presentano, sia al 2017 che al 2018, valori abbastanza stabili intorno ai 324 miliardi di euro, per poi passare ai 331 miliardi di euro del 2019. Scomponendo la voce è possibile ricondurre questo forte incremento, alla variazione positiva registrata nei conti correnti e depositi a vista, che da un valore di circa 268 miliardi del 2018, sono passati ad un valore di circa 295 miliardi nel 2019. La motivazione di questo aumento è da ricondurre principalmente alla volontà della clientela di ISP di mantenere un significativo livello di liquidità disponibile²²¹. Le passività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39, sono passate da circa 68 miliardi del 2017 e del 2018 ai circa 76 miliardi del 2019. La variazione positiva di circa 8 miliardi di euro è riconducibile esclusivamente ai differenti valori registrati nella sottovoce “debiti verso clientela”. Infine, il patrimonio netto risulta presentare valori abbastanza stabili intorno ai 55 miliardi²²² di euro nell’arco dell’intero periodo di analisi (tabella 22). In conclusione, la situazione patrimoniale di Intesa Sanpaolo risulta essere complessivamente buona e in miglioramento nei tre anni antecedenti l’acquisizione di UBI.

²²¹La fonte delle informazioni è la “Relazione sull’andamento della gestione” disponibile su group.intesasanpaolo.com

²²² Valore che prende in considerazione anche l’utile di esercizio.

(Ammontare in milioni di euro)	2019	2018	2017
PASSIVO E PATRIMONIO NETTO			
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	519.382	513.942	516.360
a) Debiti verso Banche	103.324	107.982	99.989
b) Debiti verso Clientela	331.181	323.900	323.386
c) Titoli in circolazione	84.877	82.060	92.985
Passività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al costo ammortizzato ai sensi dello IAS 39	826	810	1.312
Passività finanziarie di negoziazione	45.226	41.895	41.218
Passività finanziarie designate al fair value	4	4	3
Passività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al fair value ai sensi dello IAS 39	75.935	67.800	68.233
Derivati di copertura	9.288	7.221	7.489
Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	527	398	478
Passività fiscali	2.321	2.391	2.509
Passività associate ad attività in via di dismissione	41	258	264
Altre passività	12.070	11.670	12.247
Trattamento di fine rapporto del personale	1.134	1.190	1.410
Fondi per rischi e oneri:	3.997	5.064	5.808
a) impegni e garanzie rilasciate	482	510	327
b) quiescenza e obblighi simili	232	261	1.104
c) altri fondi per rischi ed oneri	3.283	4.293	4.377
Riserve tecniche	89.136	80.797	82.926
Capitale, sovrapprezzi di emissione, riserve, riserve da valutazione, azioni proprie, azioni rimborsabili e strumenti di capitale	51.786	49.974	48.889
Patrimonio di pertinenza di terzi (+/-)	247	326	399
Utile (perdita) dell'esercizio (+/-)	4.182	4.050	7.316
Totale del passivo e del patrimonio netto	816.102	787.790	796.861

Tabella 22. Intesa Sanpaolo: passività e patrimonio netto

4.2.2 Andamento economico

Analizzando i risultati economici di Intesa Sanpaolo nei tre anni antecedenti l'acquisizione di UBI, è possibile trarre importanti conclusioni in merito alle *performances* della società torinese. I proventi operativi netti risultano essere complessivamente aumentati nell'arco dei tre anni. Infatti, nel 2017 evidenziano un valore pari a circa 17,4 miliardi, nel 2018 un valore pari a 17,8 miliardi ed infine nel 2019 si attestano a circa 18 miliardi di euro. Il progressivo aumento in questione è da ricondurre principalmente ai differenti valori assunti nel periodo preso in considerazione dalla voce riguardante il risultato netto delle attività e passività finanziarie al fair value, che ha registrato un incremento di 156 milioni circa tra il 2017 e il 2018 e di 456 milioni tra il 2018 e il 2019. La prima variazione è da attribuire principalmente alla plusvalenza ottenuta dalla cessione di NTV²²³, mentre la seconda all'attività di trading sui titoli OCI (Other Comprehensive Income). Le altre voci che impattano sui proventi operativi netti risultano presentare valori abbastanza omogenei e tendenzialmente in crescita nei tre anni. Le uniche due voci che sono diminuite nel periodo di analisi sono "Altri proventi (oneri) operativi netti" e "Interessi netti". In particolare, quest'ultima voce, ha registrato una variazione negativa

²²³ NTV è l'acronimo di "Nuovi Trasporti Viaggiatori" (ex nome di Italo S.p.a.).

significativa tra il 2018 e il 2019, pari a circa 266 milioni di euro e dovuta alla diminuzione degli interessi sulle attività deteriorate e degli impieghi medi (in termini di volumi).

Passando all'analisi dei costi operativi, è possibile constatare un iniziale incremento tra il 2017 e il 2018 di circa 256 milioni e una successiva variazione negativa di circa 197 milioni tra il 2018 e il 2019. La prima variazione è riconducibile principalmente all'aumento, ragionando in termini assoluti, di più di 200 milioni di euro della voce "Ammortamento immobilizzazioni immateriali e materiali" che è aumentata esclusivamente per l'entrata in vigore del principio IFRS 16 che prevede di considerare anche la quota riguardante i diritti d'uso acquisiti con il *leasing* operativo. La seconda variazione, invece, è riconducibile al decremento delle voci riguardanti le spese del personale e le spese amministrative che sono diminuite, sempre in termini assoluti, rispettivamente di 68 milioni di euro e di 130 milioni di euro tra il 2018 e 2019. Le diminuzioni in questione sono riconducibili a ridimensionamenti di organico e ad una ottimizzazione dei costi relativi a spese legali, spese immobiliari e spese generali di funzionamento. Il risultato della gestione operativa, dato dalla somma algebrica tra proventi operativi netti e costi operativi è di circa 8,2 miliardi di euro nel 2017, 8,3 miliardi nel 2018 e 8,7 miliardi circa nel 2019. Nel periodo di analisi il *trend* risulta essere assolutamente positivo e in costante crescita.

Prendendo in considerazione, adesso, il risultato corrente lordo, è possibile constatare come, invece, quest'ultimo complessivamente diminuisca in maniera significativa nel periodo di analisi, passando da circa 9,4 miliardi nel 2017, a circa 6,3 miliardi nel 2018 ed infine a 6,5 miliardi nel 2019. La motivazione della significativa variazione negativa registrata tra il 2017 e il 2018 è da attribuire principalmente alla diminuzione della voce "altri proventi netti". Quest'ultima è passata da 4,7 miliardi (2017) di euro a 506 milioni (2018) esclusivamente perché nel primo anno di analisi sono stati contabilizzati proventi non ricorrenti aventi valori assolutamente significativi come un contributo pubblico di 3,5 miliardi²²⁴, le plusvalenze realizzate dall'alienazione della partecipazione in Allfunds Bank e i proventi derivanti dalla cessione di una quota di NTV. Le rettifiche di valore nette su crediti, invece, sono diminuite (ragionando in termini assoluti) complessivamente di circa 1,2 miliardi nel periodo 2017-2019, grazie alle minori rettifiche sulle sofferenze (crediti deteriorate Stage 3) e da maggiori riprese sui crediti Stage 1 e 2.

²²⁴ Il contributo pubblico è stato ottenuto per compensare l'impatto sui coefficienti patrimoniali dell'acquisizione di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca.

Proprio a causa di quanto appena descritto, il risultato di esercizio evidenzia un utile in decrescita di 3,2 miliardi tra il 2017 e il 2018, mentre si registrata una variazione positiva di 132 milioni circa tra il 2018 e il 2019. Quest'ultima è dovuta principalmente al continuo miglioramento del risultato della gestione operativa. Infatti, nonostante la maggior parte degli oneri da cui nettare il risultato lordo per ottenere il risultato netto siano diminuiti (ragionando in termini assoluti) tra il 2018 e il 2019, l'aumento delle imposte sul reddito di circa 188 milioni di euro ha avuto un impatto considerevole e negativo sul risultato di esercizio lordo. In conclusione, nonostante la decrescita dell'utile (in riferimento ai valori del 2017) possa portare a pensare ad una tendenza estremamente negativa di ISP in termini di *performance* economica, la natura straordinaria dei proventi contabilizzati nel primo anno del periodo di riferimento, ci permette di concludere che i risultati economici di Intesa Sanpaolo nei tre anni antecedenti l'acquisizione sottendono, comunque, un *trend* positivo (tabella 23).

(Ammontare in milioni di euro)	2019	2018	2017
CONTO ECONOMICO			
Interessi netti	7.005	7.271	7.265
Commissioni nette	7.962	7.952	7.867
Risultato dell'attività assicurativa	1.184	1.084	933
Risultato netto delle attività e passività finanziarie al fair value	1.928	1.472	1.316
Altri proventi (oneri) operativi netti	4	34	92
Proventi operativi netti	18.083	17.813	17.473
Spese del personale	-5.744	-5.812	-5.687
Spese amministrative	-2.488	-2.618	-2.738
Ammortamento immobilizzazioni immateriali e materiali	-1.058	-1.057	-811
Costi operativi	-9.290	-9.487	-9.236
Risultato della gestione operativa	8.793	8.326	8.237
Rettifiche di valore nette su crediti	-2.089	-2.394	-3.304
Altri accantonamenti netti e rettifiche di valore nette su altre attività	-254	-187	-217
Altri proventi (oneri) netti	55	506	4.746
Utile (Perdita) delle attività operative cessate	88	71	-
Risultato corrente lordo	6.593	6.322	9.462
Imposte sul reddito	-1.838	-1.650	-1.482
Oneri di integrazione e incentivazione all'esodo (al netto delle imposte)	-106	-120	-300
Effetti economici dell'allocazione dei costi di acquisizione (al netto delle imposte)	-117	-156	327
Tributi ed altri oneri riguardanti il sistema bancario (al netto delle imposte)	-360	-378	-649
Rettifiche di valore dell'avviamento e delle altre attività intangibili (al netto delle imposte)	-	-	-
Utile (Perdita) del periodo di pertinenza di terzi	10	32	-42
Risultato netto	4.182	4.050	7.316

Tabella 23. Intesa Sanpaolo: andamento economico

4.2.3 Situazione finanziaria

In riferimento alla gestione finanziaria (tabella 24), Intesa Sanpaolo negli esercizi 2017 e 2018 è riuscita ad incrementare le disponibilità liquide, mentre nel 2019 la voce “cassa e disponibilità liquide alla chiusura dell'esercizio” presenta un valore inferiore rispetto a quello registrato ad inizio esercizio. Andando con ordine, ISP ad inizio esercizio 2017, presenta circa 8,6 miliardi

di euro di disponibilità liquide e a fine esercizio 9,4 miliardi, riuscendo a generare quindi circa 664 milioni di risorse finanziarie. Quest'ultime sono state ottenute grazie principalmente alle liquidità generate dalla gestione dell'attività operativa, superiori rispetto alle liquidità assorbite dall'attività di investimento e dall'attività di provvista. Nel 2018, nonostante il significativo incremento della liquidità assorbita dalle attività di investimento (nello specifico c'è stato un significativo aumento della liquidità utilizzata per l'acquisto di attività immateriali), ISP è comunque riuscita a generare circa 992 milioni di cassa nel corso dell'esercizio, grazie anche al fatto che le attività finanziarie hanno generato liquidità e non l'hanno assorbita. Infine, nel 2019, ISP ha diminuito le proprie disponibilità liquide nel corso dell'esercizio di circa 617 milioni di euro.

(Ammontare in milioni di euro)	2019	2018	2017
A. ATTIVITA' OPERATIVA			
1. Gestione	9.813	7.148	7.725
2. Liquidità generata/assorbita dalle attività finanziarie	-15.270	917	-68.759
3. Liquidità generata/assorbita dalle passività finanziarie	9.890	-2.442	63.120
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività operativa	4.433	5.623	2.086
B. ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO			
1. Liquidità generata	359	278	1.040
2. Liquidità assorbita	-1.647	-2.327	-1.275
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività d'investimento	-1.288	-2.049	-235
C. ATTIVITÀ DI PROVVISATA			
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività di provvista	-3.762	-2.582	-1.187
LIQUIDITÀ NETTA GENERATA/ASSORBITA NELL'ESERCIZIO	-617	992	664
Cassa e disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio	10.350	9.353	8.686
Cassa e disponibilità liquide: effetto della variazione dei cambi	12	5	3
CASSA E DISPONIBILITÀ LIQUIDE ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	9.745	10.350	9.353

Tabella 24. Intesa Sanpaolo: situazione finanziaria (versione sintetica)

4.3 UBI Banca S.p.A.: descrizione storica

UBI Banca nacque nel 2007 dall'unione tra BPU Banca Scpa e il Gruppo Banca Lombarda e Piemontese²²⁵. Proprio come nel caso di ISP, la vita delle due società che, unendosi, hanno permesso la nascita di UBI, è stata contrassegnata da continue operazioni di fusione o acquisizione. In origine BPU Banca era Banca Popolare di Bergamo (BPB)²²⁶. Solo dopo la fusione tra BPB e Credito Varesino, l'acquisizione di Banca Popolare di Ancona e la fusione con Banca Popolare Commercio e Industria nacque il gruppo BPU Banca. Anche Banca Lombarda ha un vissuto simile, infatti nacque dopo la fusione tra Credito Agrario Bresciano e Banca San Paolo di Brescia e dopo l'acquisizione di Banca Regionale Europea. Infine, il primo

²²⁵ I dati e le informazioni sono stati estrapolati dall'archivio del sito ufficiale di UBI Banca: archivio.ubibanca.it

²²⁶ Banca Popolare di Bergamo nacque nel 1869.

aprile 2007, la fusione per incorporazione tra BPU Banca e Banca Lombarda Piemontese, dette vita a UBI Banca. Inizialmente UBI era una banca dalla forma giuridica S.c.p.a (Società Cooperativa per Azioni). Solo successivamente, per ottemperare agli obblighi previsti dalla riforma delle banche popolari del decreto-legge n.33/2015²²⁷, il cda deliberò la trasformazione in S.p.a. (Società per Azioni). Nel periodo 2007-2016 UBI si contraddistinse per una totale riorganizzazione che coinvolse in *primis* la struttura societaria e in *secundis* l'intera struttura distributiva passando da una gestione del business indiretta ad un presidio sul territorio diretto mediante l'acquisizione di ben 7 banche²²⁸. Nel periodo 2017-2019, quindi nei tre anni antecedenti al *deal* con Intesa Sanpaolo, UBI continuò il processo di crescita per vie esterne attraverso l'acquisizione e successiva incorporazione di Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio, Nuova Cassa di Risparmio di Rieti e Nuova Banca delle Marche.

4.4 UBI Banca S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

In maniera speculare all'analisi svolta per ISP, è necessario, adesso, prendere in considerazione le condizioni patrimoniali e le *performances* economiche e finanziarie di UBI Banca nei tre anni antecedenti la fusione per osservare in quali condizioni, la società con sede a Bergamo, si è presentata al M&A con Intesa Sanpaolo. Questo approfondimento risulta essere molto rilevante soprattutto con riferimento ai risultati ottenuti in sede di valutazione.

4.4.1 Situazione patrimoniale

È possibile effettuare una prima analisi della situazione patrimoniale nei tre anni di riferimento prendendo in considerazione le attività. Quest'ultime, nel periodo preso in considerazione, risultano essere diminuite. Infatti, nel 2017, il totale dell'attivo è pari a circa 127,3 miliardi di euro e, dopo un decremento di circa 2 miliardi, nel 2018 registra il valore di 125,3 miliardi per poi attestarsi ad un valore pari a 126,5 miliardi nel 2019²²⁹. Entrando nel merito, le voci che presentano le variazioni più significative nell'arco dei tre anni sono le seguenti: attività

²²⁷ Il decreto-legge in questione prevedeva che le banche con forma giuridica S.c.p.a. e quindi cooperative, con un attivo più consistente di 8 miliardi, si dovessero trasformare in Società per Azioni. Per approfondimenti si rimanda al sito: bancaditalia.it

²²⁸ Per completezza, le banche in questione erano: Banca Carime, Banco di Brescia, Banca di Valle Camonica, Banca Commercio e Industria, Banca popolare di Bergamo, Banca Regionale Europea e Banca Popolare di Ancona.

²²⁹ I dati e le informazioni sono stati ricavati dai prospetti contabili, dalle note integrative e dalle relazioni di gestione del 2017, 2018 e 2019 di UBI Banca disponibili su archivio.ubibanca.it

finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e l'adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica. Le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico da un valore di circa 1,9 miliardi nel 2017 sono passate a 1,4 miliardi circa nel 2018 per poi assumere un valore definitivo al 2019 di circa 1,7 miliardi. La variazione negativa registrata tra il 2017 e il 2018 è da attribuire principalmente al decremento delle attività finanziarie detenute per la negoziazione pari a 400 milioni (riduzione dei titoli di debito di livello 1), mentre la variazione positiva tra il 2018 e il 2019 è dovuta all'incremento della sottovoce "altre attività obbligatoriamente valutate al *fair value*". Le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva, invece, da un valore pari a circa 12,3 miliardi del 2017, sono passate ad un valore pari a circa 10,7 miliardi nel 2018 e si sono attestate in definitiva a 12,2 miliardi nel 2019. Entrambe le variazioni sono attribuibili principalmente alla diminuzione e all'aumento che ha avuto la voce "titoli di debito"²³⁰ nel periodo preso in considerazione. Infine, assume particolare rilevanza in merito all'analisi dell'attivo, la voce riguardante l'adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica, in quanto ha registrato un incremento di circa 550 milioni nel periodo 2017-2019 dovuto, principalmente, all'adeguamento positivo che ha riguardato le attività finanziarie valutate al costo ammortizzato (tabella 25).

²³⁰ Nei titoli di debito rientrano quelli di Stato italiani, quelli di Stato esteri e quelli di altre istituzioni bancarie o corporate.

(Ammontare in migliaia di euro)	2019	2018	2017
ATTIVO			
Cassa e disponibilità liquide	694.750	735.249	811.578
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	1.758.730	1.463.529	1.972.209
a) attività finanziarie detenute per la negoziazione	427.980	405.716	887.153
b) attività finanziarie designate al fair value	10.278	11.028	11.271
c) altre attività finanziarie obbligatoriamente valutate al fair value	1.320.472	1.046.785	1.073.785
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva	12.221.616	10.726.179	12.369.616
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	101.736.289	102.798.587	102.648.875
a) Crediti verso Banche	11.921.289	10.065.881	7.821.132
b) Crediti verso Clientela	89.815.000	92.732.706	94.827.743
Derivati di copertura	35.117	44.084	169.907
Adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	547.019	97.429	-2.035
Partecipazioni	287.353	254.128	243.165
Riserve tecniche a carico dei assicuratori	-	-	347
Attività materiali	2.298.145	1.965.234	1.811.743
Attività immateriali	1.739.903	1.729.727	1.728.328
di cui: avviamento	1.465.260	1.465.260	1.465.260
Attività fiscali	3.740.039	4.210.362	4.170.387
Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione	265.370	2.972	962
Altre attività	1.200.966	1.278.717	1.451.059
Totale dell'attivo	126.525.297	125.306.197	127.376.141

Tabella 25. UBI Banca: attività

Spostando l'attenzione sulle passività, è possibile osservare che, nonostante non siano presenti variazioni estremamente significative, alcuni cambiamenti che è doveroso prendere in considerazione con riferimento ai tre anni di analisi, hanno riguardato le voci "passività valutate al costo ammortizzato" e "altre passività". Le passività valutate al costo ammortizzato presentano al 2017 un valore pari a circa 111 miliardi, per poi passare a 109,5 miliardi nel 2018 ed infine a 109,7 miliardi circa nel 2019. Mentre la sottovoce dei debiti verso clientela è complessivamente aumentata nel periodo di riferimento, le sotto voci "titoli in circolazione" e "debiti verso banche" hanno registrato rispettivamente una diminuzione di circa 3,2 miliardi e di circa 2,3 miliardi nel periodo 2017-2019. Scomponendo le sotto voci appena menzionate, è possibile constatare che la prima variazione negativa, quella riguardante i titoli in circolazione, è dovuta alla netta diminuzione sia delle obbligazioni che di altri titoli, mentre la seconda variazione negativa, quella riguardante debiti verso banche, è attribuibile alla significativa diminuzione dei debiti verso le banche centrali da parte di UBI Banca. La voce "altre passività" è passata da 2,7 miliardi circa del 2017, a 3 miliardi di euro nel 2018 per poi tornare sui 2,7 miliardi circa nel 2019. La prima variazione è da attribuire principalmente al significativo aumento registrato nella sottovoce "saldo partite illiquide di portafoglio", mentre la seconda variazione è riconducibile principalmente alla riduzione della voce "debiti inerenti al personale". Infine, il patrimonio netto non presenta significativi scostamenti nei tre anni presi

in considerazione, infatti il valore registrato è sempre di circa 9-9,5 miliardi di euro²³¹ (tabella 26).

(Ammontare in migliaia di euro)	2019	2018	2017
PASSIVO E PATRIMONIO NETTO			
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato	109.795.016	109.445.664	111.182.776
a) Debiti verso Banche	14.367.985	17.234.579	16.733.006
b) Debiti verso Clientela	72.577.255	68.421.387	68.434.827
c) Titoli in circolazione	22.849.776	23.789.698	26.014.943
Passività finanziarie di negoziazione	555.296	410.977	411.653
Passività finanziarie designate al fair value	197.610	105.836	43.021
Derivati di copertura	386.778	110.801	100.590
Adeguamento di valore delle passività finanziarie oggetto di copertura generica (+/-)	145.191	74.297	-
Passività fiscali	170.937	162.272	223.397
Passività associate ad attività in via di dismissione	2.331	-	-
Altre passività	2.735.807	3.092.941	2.694.744
Trattamento di fine rapporto del personale	289.641	306.697	350.779
Fondi per rischi e oneri:	489.485	505.191	583.609
a) impegni e garanzie rilasciate	54.005	64.410	88.347
b) quiescenza e obblighi simili	86.756	91.932	137.213
c) altri fondi per rischi ed oneri	348.724	348.849	399.052
Riserve tecniche	2.210.294	1.877.449	1.780.701
Capitale, sovrapprezzi di emissione, riserve, riserve da valutazione e azioni proprie	9.237.483	8.737.680	9.234.626
Patrimonio di pertinenza di terzi (+/-)	58.230	50.784	79.688
Utile (perdita) dell'esercizio (+/-)	251.198	425.608	690.557
Totale del passivo e del patrimonio netto	126.525.297	125.306.197	127.376.141

Tabella 26. UBI Banca: passività e patrimonio netto

4.4.2 Andamento economico

Analizzando i risultati economici di UBI nei tre anni antecedenti l'incorporazione in ISP, è possibile constatare una variazione negativa tra il 2017 e il 2018 dei proventi operativi, che sono diminuiti di circa 59 milioni di euro per poi tornare ad aumentare nel 2019 e ad attestarsi a 3,6 miliardi di euro circa (aumento del 3,4% rispetto al 2018). Una delle variazioni più significative che hanno impattato nel decremento registrato tra il 2017 e il 2018 è quella riguardante la voce "risultato netto dell'attività di negoziazione, di copertura, di cessione/riacquisto e delle attività/passività valutate al *fair value* con impatto a conto economico" che nei due anni è passata da circa 252 milioni a -5 milioni di euro (nel 2019 è tornata a circa 104 milioni). Il risultato negativo è imputabile principalmente ad una peggiore attività svolta nelle cessioni e nei riacquisti, sottovoce che da un valore positivo di 117 milioni circa del 2017, è passata a -19 milioni nel 2018. In ogni caso tra il 2018 e il 2019 si registra una variazione positiva di circa 100 milioni, grazie soprattutto ad una positiva gestione delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico. La voce delle commissioni nette presenta un progressivo incremento negli anni in questione, aspetto

²³¹Il valore tiene conto anche del risultato di periodo.

sicuramente positivo in quanto le commissioni nette vanno a costituire il 45,7% dei proventi operativi, al 2019. Questo *trend* è dovuto ad un incremento annuo delle commissioni attive più che proporzionale rispetto all'incremento delle commissioni passive. Il margine di interesse, dopo un significativo incremento di 164 milioni tra il 2017 e il 2018, è diminuito di circa 65 milioni tra il 2018 e il 2019 a causa principalmente della flessione registrata negli interessi attivi su crediti verso clientela.

Passando agli oneri operativi, è possibile constatare un aumento, ragionando in termini assoluti, tra il 2017 e il 2018 di circa 21 milioni e un decremento di circa 80 milioni tra il 2018 e il 2019. Nonostante il progressivo aumento (sempre in termini assoluti) degli oneri riguardanti la voce “rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali”, le spese per il personale e quelle amministrative, dopo un iniziale incremento tra il 2017 e il 2018, sono diminuite tra il 2018 e il 2019, rispettivamente di 63 milioni e di 78 milioni. Le diminuzioni in questione sono da ricondurre principalmente agli accordi collettivi di incentivazione all'esodo che hanno prodotto numerose uscite e alla riduzione degli affitti passivi di ben 67 milioni. Il risultato della gestione operativa²³², quindi, dopo una variazione negativa registrata tra il 2017 e il 2018, ha registrato una variazione positiva tra il 2018 e il 2019, attestandosi ad un valore pari a circa 3,6 miliardi di euro. L'aumento menzionato è da attribuire sia all'incremento dei proventi operativi, sia al decremento degli oneri operativi.

Passando all'analisi dell'utile dell'operatività corrente al loro delle imposte, è possibile osservare un costante aumento dei valori assunti dalla voce in questione. Nel 2017 l'utile lordo dell'operatività corrente risulta essere pari a 280 milioni, nel 2018 a 457 milioni e nel 2019 a 506 milioni. Nonostante la tendenza risulti essere positiva nel periodo di analisi, occorre specificare che la voce che va ad impattare maggiormente e negativamente (rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito) dopo una diminuzione iniziale tra il 2017 e il 2018, è aumentata (in termini assoluti) di circa 106 milioni tra il 2018 e il 2019. Anche le altre voci, che impattano negativamente, risultano essere aumentate tra il 2018 e il 2019. L'utile ante impatto “Piano industriale”, dopo una variazione positiva registrata tra il 2017 e il 2018, presenta un'importante diminuzione tra il 2018 e il 2019 di circa 126 milioni, dovuta al forte incremento della voce “imposte sul reddito del periodo dell'operatività corrente”, che ha assunto un valore significativo a causa di un'importante *tax rate* (33,07%). Infine, il risultato netto di esercizio presenta una tendenza negativa. Infatti, da un valore pari a 690 milioni del

²³² Il risultato della gestione operativa è dato dalla differenza tra proventi operativi e oneri operativi.

2017, è passato a 425 milioni nel 2018 e si è attestato a 251 milioni nel 2019. È doveroso specificare che il *trend* negativo è dovuto principalmente a componenti non ricorrenti che vanno ad incidere negativamente per 101,6 milioni netti e che, in realtà, prendendo in considerazione il risultato di esercizio normalizzato, si ha una crescita di circa 50 milioni tra il 2018 e il 2019 (tabella 27).

(Ammontare in migliaia di euro)	2019	2018	2017
CONTO ECONOMICO			
Margine d'interesse	1.725.105	1.790.231	1.626.615
Dividendi e proventi simili	7.658	22.931	13.090
Utili (perdite) delle partecipazioni valutate al patrimonio netto	40.343	24.602	23.391
Commissioni nette	1.661.759	1.579.060	1.546.263
Risultato netto dell'attività di negoziazione, copertura, cessione/riacquisto e delle attività/passività valutate al fair value con impatto a conto economico	104.284	-5.404	252.613
Risultato della gestione assicurativa	15.314	17.034	12.369
Altri oneri/proventi di gestione	83.472	90.889	104.140
Proventi operativi	3.637.935	3.519.343	3.578.481
Spese per il personale	-1.427.650	-1.490.626	-1.480.942
Altre spese amministrative	-711.060	-789.994	-787.630
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali e immateriali	-229.789	-167.575	-158.463
Oneri operativi	-2.368.499	-2.448.195	-2.427.035
Risultato della gestione operativa	1.269.436	1.071.148	1.151.446
Rettifiche/riprese di valore nette per rischio di credito	-744.098	-638.277	-893.967
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri - impegni e garanzie rilasciate	-26	23.923	31.661
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri - altri accantonamenti netti	-24.809	-4.491	-9.009
Utili (perdite) dalla cessione di investimenti e partecipazioni	6.101	5.344	859
Utile (perdita) dell'operatività corrente al lordo delle imposte	506.604	457.647	280.990
Imposte sul reddito del periodo dell'operatività corrente	-128.209	38.754	-120.367
Utile (perdita) di periodo di pertinenza di terzi	-33.912	-25.982	-27.023
Utile (perdita) del periodo di pertinenza della Capogruppo ante impatto Piano Industriale ed altri	344.483	470.419	133.600
Oneri per esodi anticipati al netto delle imposte e dei terzi	-89.413	-36.983	-41.093
Oneri progetti Piano Industriale al netto delle imposte e dei terzi	-145	-4.930	-39.852
Rettifiche di valore delle attività materiali al netto delle imposte e dei terzi	-3.727	-2.898	-2.908
Differenza negativa di consolidamento	0	0	640.810
Risultato netto	251.198	425.608	690.557

Tabella 27. UBI Banca: andamento economico

4.4.3 Situazione finanziaria

Analizzando la gestione finanziaria (tabella 28), è possibile constatare come le disponibilità liquide di UBI Banca siano progressivamente diminuite nel corso del 2018 e del 2019. Infatti, nel primo anno di analisi, ad inizio esercizio, UBI presenta circa 519 milioni di euro di disponibilità liquide, mentre a fine esercizio circa 811 milioni, riuscendo a produrre 292 milioni di risorse finanziarie. Questo perché, nonostante l'attività operativa abbia assorbito liquidità per 1,34 milioni, l'attività di investimento ha generato 1,36 miliardi di euro²³³. Nel 2018, nonostante un miglioramento nella gestione dell'attività operativa, il quale ha permesso di generare cassa, le disponibilità liquide complessive di periodo di UBI sono diminuite a causa della liquidità

²³³ La voce "liquidità assorbita" dell'attività di investimento presenta un valore positivo in quanto tiene conto della voce "Acquisti di società controllate e di rami d'azienda", la quale a sua volta comprende il corrispettivo simbolico di 1 euro per l'acquisto di Nuove Banche a fronte di mezzi e disponibilità liquide pari a 1,4 miliardi.

assorbita dalle attività di investimento e di provvista. Una tendenza analoga si è registrata nel 2019. Occorre specificare, però, che nel 2019, l'attività operativa ha generato più liquidità rispetto all'esercizio precedente e che la liquidità assorbita dalle attività di investimento e di provvista è diminuita. Questo ha permesso a UBI Banca di ridurre, nel 2019, la liquidità assorbita rispetto al 2018.

(Ammontare in migliaia di euro)	2019	2018	2017
A. ATTIVITA' OPERATIVA			
1. Gestione	1.405.699	1.124.896	938.768
2. Liquidità generata/assorbita dalle attività finanziarie	-1.381.404	556.341	4.768.227
3. Liquidità generata/assorbita dalle passività finanziarie	461.989	-1.263.479	-7.051.326
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività operativa	486.284	417.758	-1.344.331
B. ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO			
1. Liquidità generata	28.837	26.912	60.212
2. Liquidità assorbita	-385.421	-325.706	1.304.022
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività d'investimento	-356.584	-298.794	1.364.234
C. ATTIVITÀ DI PROVISTA			
Liquidità netta generata/assorbita dall'attività di provvista	-170.199	-195.293	272.318
LIQUIDITÀ NETTA GENERATA/ASSORBITA NELL'ESERCIZIO	-40.499	-76.329	292.221
Cassa e disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio	735.249	811.578	519.357
CASSA E DISPONIBILITÀ LIQUIDE ALLA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO	694.750	735.249	811.578

Tabella 28. Ubi Banca: situazione finanziaria

4.5 Intesa Sanpaolo e UBI Banca prima della fusione: analisi dei principali indicatori e conclusioni

Per constatare definitivamente lo stato di salute di ISP e di UBI prima della fusione, occorre, come nel caso di Essilor-Luxottica, analizzare l'evoluzione dei principali risultati economici e dei principali indicatori.

Intesa Sanpaolo, come è emerso dall'analisi svolta nei paragrafi precedenti, si è presentata alla fusione con UBI con un utile complessivamente in decrescita nei tre anni antecedenti l'operazione. Infatti, da un risultato netto di esercizio di circa 7,3 miliardi di euro nel 2017, è passata a un risultato di 4,05 miliardi del 2018 per poi attestarsi ad un utile di 4,18 miliardi nel 2019. Occorre specificare però che il risultato della gestione operativa è risultato essere in costante crescita nel periodo di analisi e che la netta variazione negativa registrata tra il 2017 e il 2018 in termini di utile, è dovuta a dei proventi di natura straordinaria che sono stati contabilizzati proprio nel 2017. Di conseguenza, tenendo conto della normale attività dell'istituto di credito, è possibile constatare comunque una tendenza positiva nei tre anni che hanno preceduto la fusione. In riferimento ai coefficienti patrimoniali, Intesa Sanpaolo ha

evidenziato un TIER 1 *ratio*²³⁴ pari a 15,2% nel 2017, sempre a 15,2% nel 2018 e 15,3% nel 2019. Il *common equity* TIER 1 *ratio*²³⁵ invece è risultato essere pari a 13,3% nel 2017, a 13,5% nel 2018 e a 13,9% nel 2019. Entrambi i *ratios*, oltre ad essere molto buoni ragionando in termini assoluti, sono risultati essere stabili e tendenzialmente in crescita nel periodo di riferimento. Prendendo, adesso, in considerazione gli indicatori di redditività, ISP al 2017 presenta un rapporto *cost/income*²³⁶ pari a 52,9%, nel 2018 pari a 53,3% e nel 2019 pari a 51,4%. Il rapporto, dopo essere aumentato tra il 2017 e il 2018, è tornato a diminuire nel 2019. Il decremento in questione indica un efficientamento nella gestione operativa avvenuto tra il 2018 e il 2019. Il ROE²³⁷ nel 2017 è pari a 7,9%, nel 2018 a 8,8% e nel 2019 sempre a 8,8%. La redditività del patrimonio netto risulta, quindi, essere buona e in sostanziale crescita nel periodo di riferimento. Il ROA²³⁸, invece, risulta avere un valore sempre pari a 0,5% nei tre anni di analisi. Osservando l'indice di rischiosità dato dal rapporto sofferenze nette/finanziamenti verso clientela²³⁹, è possibile constatare come l'indicatore in questione passi da un valore di 2,6% al 2017, ad un valore di 1,8% al 2018 per attestarsi poi ad un valore pari a 1,7% nel 2019. La continua decrescita in questione attesta un progressivo miglioramento della qualità del portafoglio crediti. Infine, ISP, è passata da un EPS di 0,44 al 2017, ad un EPS di 0,24 al 2018 e al 2019. La riduzione dell'utile per azione rispecchia il decremento del risultato di esercizio che ha riguardato ISP nel periodo 2017-2019.

Anche UBI Banca è arrivata all'operazione straordinaria con ISP con un utile in sostanziale decrescita nel periodo 2017-2018 e che è dovuto a fattori non ricorrenti. Infatti, nel 2017 il risultato netto di esercizio è di circa 690 milioni di euro, nel 2018 di circa 425 milioni e nel 2019 di circa 251 milioni. Anche in questo caso occorre sottolineare, però, che il risultato della

²³⁴ Il TIER 1 *ratio* è dato dal rapporto tra Capitale di Classe 1 (TIER 1, che sarebbe capitale di prima classe) e le attività totali ponderate per il rischio. Il rapporto indica il livello di capitalizzazione della banca.

²³⁵ Il *common equity* TIER 1 *ratio* è dato dal rapporto tra il Capitale primario di Classe 1 (CET1) al netto delle rettifiche regolamentari e le attività di rischio ponderate.

²³⁶ Nel rapporto "*cost/income*" al numeratore sono presi i costi operativi mentre al denominatore i proventi operativi. In questo modo si ottengono rilevanti informazioni sull'efficienza della gestione operativa.

²³⁷ Il ROE (*return on equity*) è ottenuto effettuando il rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto e descrive la redditività dei mezzi propri.

²³⁸ IL ROA (*return on assets*) è ottenuto dal rapporto tra il reddito netto e il valore totale delle attività ed indica la capacità di produrre reddito che hanno gli *assets* aziendali in termini di redditività.

²³⁹ Rapportando le sofferenze nette con i finanziamenti si ottengono importanti informazioni riguardanti il portafoglio crediti in termini qualitativi.

gestione operativa è complessivamente cresciuto nei tre anni di analisi. Infatti, nonostante la variazione negativa registrata tra il 2017 e il 2018, l'incremento registrato tra il 2018 e il 2019 è stato ben più significativo. Inoltre, la tendenza negativa è da attribuire principalmente all'impatto delle componenti non ricorrenti. Infatti, tra il 2018 e il 2019 l'utile normalizzato risulta essere cresciuto in maniera sostanziale (+16,7%). Nonostante, quindi, i valori in decrescita, UBI si è presentata alla fusione con ISP in condizioni operative, comunque, buone e in miglioramento. Prendendo in considerazione i coefficienti patrimoniali, UBI Banca ha registrato un TIER 1 *ratio* pari a 11,56% nel 2017, pari 11,70% nel 2018 e pari a 12,34% nel 2019. Il *common equity* TIER 1 *ratio* ha assunto i medesimi valori, nel periodo 2017-2019, del TIER 1 *ratio* appena descritto. I due rapporti presentano valori buoni e in progressiva crescita. Questo aspetto sottolinea un miglioramento in termini di capitalizzazione della banca nel periodo di riferimento. In merito agli indicatori di redditività, UBI al 2017 presenta un rapporto *cost/income* pari a 67,8%, nel 2018 pari a 69,6% e nel 2019 pari a 65,1%. Nonostante l'incremento tra il 2017 e il 2018, UBI è riuscita a diminuire il rapporto tra il 2018 e il 2019, effettuando un miglioramento in termini di efficienza nella gestione operativa. Il ROE nel 2017 è pari a 7,0%, nel 2018 a 4,6% e nel 2019 pari al 2,6%. Il ROA è passato da un valore pari a 0,54% nel 2017, ad un valore pari a 0,3% nel 2018 per attestarsi poi ad un valore di 0,2% nel 2019. Sia ROE che ROA sono diminuiti nel periodo 2017-2019 a causa principalmente della netta diminuzione del numeratore (reddito netto) che però, come già spiegato, è dovuta principalmente a componenti non ricorrenti. L'indice di rischiosità dato dal rapporto tra le sofferenze nette e i finanziamenti verso clientela, è passato da un valore di 4,37% al 2017, ad un valore di 3,11% al 2018 per attestarsi poi ad un valore pari a 2,02% nel 2019. Questa progressiva diminuzione è sicuramente risultata essere positiva in quanto ha segnato un miglioramento nella qualità del portafoglio crediti. Infine, UBI Banca evidenzia un EPS di 0,6 al 2017, di 0,34 al 2018 e di 0,1 al 2019. L'utile per azione è costantemente diminuito nel periodo di analisi per lo stesso motivo che ha segnato la costante diminuzione di ROE e ROA (diminuzione del risultato netto).

4.6 Il settore finanziario

Anche in questo caso, in maniera speculare a quanto già svolto per Essilor-Luxottica, risulta essere doveroso approfondire lo scenario settoriale riguardante i tre anni antecedenti l'operazione di fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca. Quest'ultime operano nel settore finanziario. Nello specifico, l'attività principalmente svolta dalle due società, è quella bancaria,

che consiste nella raccolta tra il pubblico e nella conseguente erogazione del credito²⁴⁰. ISP e UBI, inoltre, svolgono altre attività che risultano essere correlate e connesse a quella bancaria. Prendendo in considerazione lo scenario europeo, contesto in cui le due banche operano maggiormente, è possibile riscontrare un rallentamento in termini di valore totale degli *assets* in riferimento alle banche appartenenti all'eurosistema. Infatti, il valore in questione nel 2014 era pari a circa 2.208 miliardi di euro e nel 2018 era pari a 4.702 miliardi (incremento del 212% in soli 4 anni). Tra il 2018 e il 2019, però, il valore totale degli *assets* bancari dell'eurozona ha registrato un lieve decremento attestandosi attorno ai 4.671 miliardi di euro²⁴¹ (grafico 12). La diminuzione in questione è riconducibile anche al rallentamento che ha riguardato l'attività di raccolta a livello europeo.

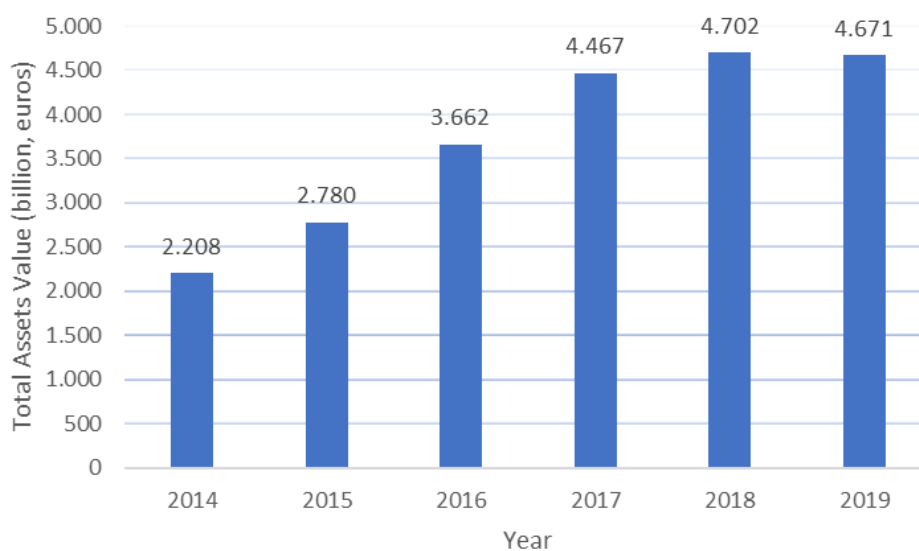


Grafico 12. Valore Assets totali settore bancario europeo

Focalizzandoci maggiormente sul settore finanziario italiano, è possibile constatare un netto peggioramento in termini di attività generale di impiego tra il 2017 e il 2018, causato principalmente da un aumento della percezione del rischio e dalla congiuntura economica. Anche la raccolta diretta ha registrato un andamento tendenzialmente negativo tra il 2017 e il 2018 (-0,6%)²⁴². Nello specifico i depositi hanno evidenziato un incremento di circa il 2,2% mentre la raccolta obbligazionaria è diminuita del 15,3%. Sempre tra il 2017 e il 2018 i prestiti

²⁴⁰ Fonte delle informazioni bankpedia.it

²⁴¹ Fonte dei dati il report "Banking in Europe" di statista.com

²⁴² Le informazioni e i dati riguardanti il periodo 2017-2018 sono stati ricavati dal "Rapporto sulle attività svolte dall'Associazione Bancaria Italiana nel 2017-2018" di ABI, dalla "Relazione annuale 2018" di Banca d'Italia e dalle relazioni di gestione del 2018 di Intesa Sanpaolo e UBI Banca.

nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie sono aumentati del 2,2% e la rischiosità, misurata constatando la qualità dell'attivo delle banche, è risultata diminuire significativamente, infatti le sofferenze del settore privato al lordo delle svalutazioni hanno registrato un calo del 32,2%, il rapporto sofferenze lorde del settore privato/impieghi al settore privato è diminuito del 34,1% ed infine, le sofferenze nette sono diminuite del 43%. In sostanza tra il 2017 e il 2018 l'attività bancaria (raccolta e impiego) ha registrato un peggioramento a fronte di un netto miglioramento della qualità degli attivi (minore rischiosità).

Prendendo in considerazione, adesso, il 2018 e il 2019, è possibile osservare come sia continuato, esattamente come nel periodo 2017-2018, il peggioramento dell'attività di impiego mentre la raccolta diretta ha evidenziato un *trend* positivo (+4,80%)²⁴³. I depositi hanno registrato un incremento di circa il 5,6% e la raccolta obbligazionaria è rimasta sostanzialmente invariata. Nel periodo 2018-2019 i prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie sono aumentati dello 0,3% e la rischiosità ha proseguito il *trend* positivo del periodo 2017-2018 continuando a diminuire. Infatti, le sofferenze del settore privato, al lordo delle svalutazioni, sono diminuite del 31,7%, il rapporto sofferenze lorde del settore privato/impieghi al settore privato ha registrato un calo del 5,25% ed infine, le sofferenze nette hanno registrato una contrazione del 43%. In sostanza tra il 2018 e il 2019 l'attività di impiego è continuata a peggiorare, la rischiosità a migliorare (esattamente come nel periodo precedente) mentre la raccolta ha presentato per la prima volta nei tre anni di analisi un *trend* positivo.

Oltre all'andamento generale del sistema bancario italiano, occorre evidenziare anche che, dal 2011 fino al 2019, il numero delle banche in Italia è diminuito ogni anno. Infatti, nel 2011 il numero degli istituti bancari risultava essere pari a 740, mentre nel 2019 era pari a 488, una diminuzione in soli 9 anni del 34% (grafico 13). Una delle motivazioni è proprio l'intensa attività di M&A che ha da sempre caratterizzato il settore e che lo ha portato, anno dopo anno, ad essere sempre di più concentrato.

²⁴³ Le informazioni e i dati riguardanti il periodo 2018-2019 sono stati ricavati dal "Rapporto sulle attività svolte dall'Associazione Bancaria Italiana nel 2018-2019" di ABI, dalla "Relazione annuale 2019" di Banca d'Italia e dalle relazioni di gestione del 2019 di Intesa Sanpaolo e UBI Banca.

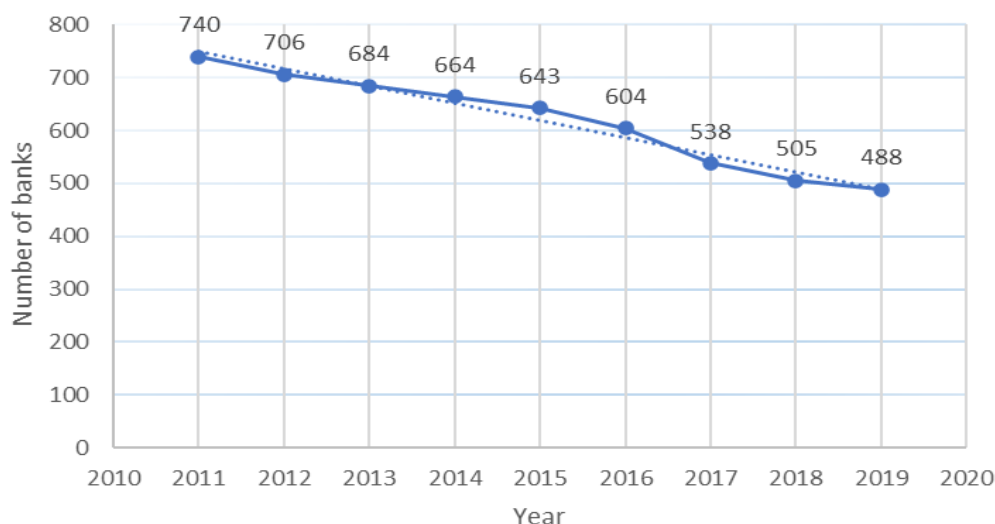


Grafico 13. Numero di istituti di credito in Italia

Infine, è doveroso specificare che Intesa Sanpaolo e UBI Banca si sono presentate alla fusione essendo, in termini di *revenue*, rispettivamente il primo e il quarto gruppo bancario in Italia. Infatti, al 2019, in primissima posizione c'è Unicredit con 19,4 miliardi di euro, al secondo posto ISP con 17,4 miliardi, al terzo posto Banco BPM con 4,2 miliardi, al quarto posto UBI Banca con 3,8 miliardi e al quinto posto Monte dei Paschi di Siena con 3,3 miliardi di euro²⁴⁴ (grafico 14).

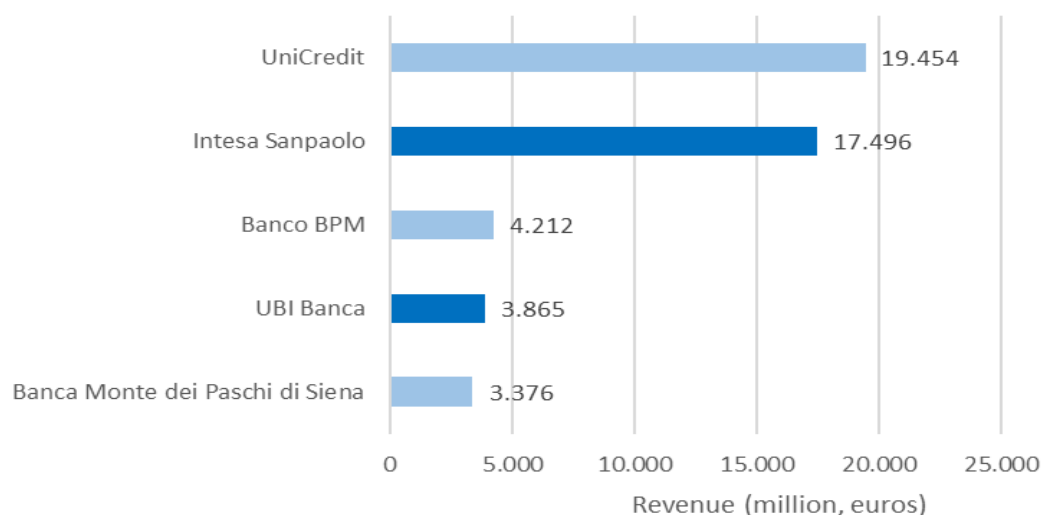


Grafico 14. Top 5 banche in Italia per revenue 2019

²⁴⁴ Elaborazione di statista.com su dati di Mediobanca.

4.7 Intesa Sanpaolo-UBI Banca: l'operazione di fusione

L'annuncio da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A. di voler acquisire UBI Banca S.p.A. risale al 17 febbraio 2020. Infatti, nella data in questione, ISP ha emanato un comunicato in cui avrebbe offerto, sotto determinate condizioni, circa 4,9 miliardi di euro per l'acquisizione di UBI Banca. Le parole del CEO di Intesa Sanpaolo Carlo Messina sono state: "Consideriamo questo accordo un'opportunità unica per creare un *leader* europeo che faccia leva su una forte impronta italiana"²⁴⁵. Entrando nello specifico, il processo di acquisizione, si è sviluppato principalmente seguendo tre punti chiave:

1. OPS (offerta pubblica di scambio) da parte di ISP sulla totalità delle azioni di, UBI Banca ordinarie e quotate presso Borsa Italiana S.p.A.
2. Accordo, una volta raggiunto il completamento dell'OPS, per la cessione a BPER di un ramo d'azienda del gruppo risultante dalla fusione (*remedies* richiesta dall'AGCM) e per la cessione ad UnipolSai Assicurazioni S.p.A. dei veicoli bancassicurativi in cui ISP possedeva una partecipazione (con la finalità di cedere i contratti assicurativi posseduti dalla clientela del ramo d'azienda che sarebbe stato ceduto a BPER).
3. Approvazioni da parte della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia, dell'IVASS (Istituto per la vigilanza sulle Assicurazioni), della Consob e dell'AGCM²⁴⁶.

Entrando nello specifico²⁴⁷, con riferimento al primo punto, Intesa Sanpaolo il 17 febbraio 2020 ha promosso un'offerta pubblica di scambio, avente ad oggetto tutte le azioni di UBI Banca quotate e nello specifico 1.143.425.545 azioni ordinarie (comprese quelle detenute dalla stessa UBI), da cui dovevano essere sottratte le 859.601 azioni già possedute da ISP. Il corrispettivo stabilito per ogni azione di UBI Banca risultava essere pari a 1,7. Di conseguenza, per ogni azione di UBI sarebbero state corrisposte 1,7 azioni di ISP di nuova emissione. Prendendo in considerazione il prezzo di chiusura delle azioni al 14 febbraio 2020²⁴⁸, l'offerta avrebbe previsto un premio del 27,6% rispetto al prezzo delle azioni di Intesa Sanpaolo. Nel caso in cui fossero stati distribuiti i dividendi sugli utili del 2019, allora il premio in questione sarebbe

²⁴⁵ Fonte dei dati e delle informazioni bloomberg.com

²⁴⁶ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

²⁴⁷ Tutte le informazioni e i dati riguardanti la descrizione dei tre punti chiave sono stati estrapolati dal comunicato stampa "Offerta pubblica di scambio volontaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. sulla totalità delle azioni di Unione Banche Italiane S.p.A." del 17-02-2020 e disponibile su group.intesaspa.com

²⁴⁸ Il 14 febbraio 2020 il prezzo di chiusura delle azioni ISP era pari a euro 2,502, quello di UBI invece a 3,309. Per ogni azione UBI, quindi, era stato stabilito un corrispettivo dal valore di 4,254 euro (2,502 x 1,7).

sceso al 22,6%. Gli obiettivi che ISP avrebbe perseguito con il completamento dell'operazione avrebbero riguardato principalmente l'incremento della massa critica, il raggiungimento di sinergie di costo e di ricavo²⁴⁹, complementarità in settori come *consumer credit* e *direct banking*, miglioramento della CSR, crescita del *business*, miglioramenti nelle *policies* del gruppo, titolo azionario maggiormente liquido e solida posizione patrimoniale.

In merito al secondo punto, ISP ha stabilito alcuni accordi per far sì che la fusione con UBI non riscontrasse problemi in termini di autorizzazioni. Infatti, con il fine di prevenire qualsiasi problematica con l'antitrust, Intesa Sanpaolo ha formalizzato ben 2 accordi: uno con BPER banca S.p.A, la quale avrebbe assunto l'obbligo di acquistare un ramo d'azienda (400-500 filiali) dalla società risultante dalla fusione e uno con UnipolSai Assicurazioni S.p.A. per l'acquisizione dei veicoli bancassicurativi²⁵⁰ da ISP, nel caso in cui quest'ultima, con il completamento dell'offerta, avesse ottenuto una partecipazione di controllo nei veicoli in questione.

Infine, per il completamento dell'operazione, risultava essere necessaria l'approvazione della BCE (Banca Centrale Europea) e della Banca d'Italia in merito all'ottenimento diretto di una partecipazione di controllo in UBI (indirettamente in IW Bank S.p.A.), per l'aumento di capitale che avrebbe effettuato ISP e per l'acquisizione indiretta di una partecipazione nelle società controllate da UBI Banca²⁵¹. L'approvazione dell'IVASS, invece, era necessaria per l'ottenimento diretto del controllo dei veicoli bancassicurativi, l'approvazione della Consob per il documento di offerta e per il prospetto informativo ed infine l'approvazione dell'AGCM risultava essere fondamentale soprattutto in relazione agli effetti che avrebbe provocato sul mercato e sul settore l'acquisizione del controllo di UBI Banca da parte di ISP.

L'operazione avrebbe avuto efficacia esclusivamente sotto le seguenti condizioni: approvazione dell'Aumento del Capitale da parte dell'Assemblea dei soci di ISP, approvazione incondizionata dell'*antitrust* di Albania e Serbia, esito dell'OPS pari ad almeno il 66,67% del capitale di UBI e rispetto da parte del *management* di UBI di determinati criteri di gestione, sia con riferimento alla controllante che alle controllate²⁵².

²⁴⁹ Per approfondimenti si rimanda al paragrafo 4.9.3.

²⁵⁰ I veicoli in questione sono Lombardia Vita, Banca Assurance Popolari e Aviva Italia.

²⁵¹ Le società in questione sono Pramerica SGR, UBI Factor, Prestitalia e UBI Leasing.

²⁵² I criteri in questione erano volti principalmente a preservare e conservare le condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali delle società.

Inizialmente, a fine febbraio 2020, i piccoli azionisti di UBI, riuniti in due gruppi e rappresentando circa il 20% del capitale sociale, hanno respinto il corrispettivo stabilito da ISP²⁵³. Successivamente, dopo aver presentato il documento alla Consob²⁵⁴, Intesa Sanpaolo ha modificato il corrispettivo inizialmente stabilito in merito alla cessione del ramo d'azienda a BPER, determinando come importo il minore tra il 55% del patrimonio *Common Equity Tier 1* del ramo d'azienda e l'80% del multiplo *Common Equity Tier 1* di UBI corrisposto implicitamente da ISP²⁵⁵. Una data che ha assunto particolare rilevanza è quella del 27 aprile 2020, giorno in cui l'assemblea degli azionisti, nella parte straordinaria, ha dato il via libera per l'aumento di capitale (la delibera ufficiale è poi avvenuta il 16 giugno 2020) con il quale, sostanzialmente, sarebbe stata finanziata l'operazione di acquisizione di UBI²⁵⁶. Nei mesi successivi, nello specifico a giugno 2020, si sono concretizzate le autorizzazioni da parte delle autorità competenti. Infatti, il 5 giugno 2020, la BCE ha approvato l'operazione²⁵⁷, l'8 giugno la Banca d'Italia²⁵⁸, il 17 giugno l'IVASS²⁵⁹ e il 25 giugno la CONSOB²⁶⁰. Per ottenere l'approvazione da parte dell'AGCM (ottenuta poi il 16 luglio), invece, ISP ha dovuto modificare nuovamente le condizioni previste per la vendita del ramo d'azienda a BPER. Nello specifico il numero di filiali del ramo d'azienda è passato da essere compreso tra 400 e 500 a

²⁵³ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr.

²⁵⁴ La fonte è il comunicato stampa “Avvenuto deposito del documento di offerta presso la Consob” del 06-03-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁵⁵ La fonte è il comunicato stampa “Intesa Sanpaolo: rivisto il corrispettivo per la cessione a BPER Banca di un ramo d'azienda del gruppo risultante dall'unione con UBI Banca” del 19-03-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁵⁶ La fonte è il comunicato stampa “Intesa Sanpaolo: assemblea degli azionisti” del 27-04-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁵⁷ Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa “Intesa Sanpaolo ha ricevuto l'autorizzazione preventiva della BCE all'acquisizione del controllo di UBI Banca” del 05-06-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁵⁸ Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa “Intesa Sanpaolo ha ricevuto l'autorizzazione preventiva della Banca d'Italia all'acquisizione indiretta del controllo di società del gruppo UBI Banca” del 08-06-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁵⁹ Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa “Intesa Sanpaolo ha ricevuto l'autorizzazione preventiva dell'IVASS all'acquisizione indiretta di partecipazioni assicurative del gruppo UBI Banca” del 17-06-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶⁰ Per approfondimenti si rimanda al comunicato stampa “Offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Unione Banche Italiane S.p.A. promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A., approvazione da parte di Consob del documento di offerta e del prospetto informativo” del 25-06-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

532²⁶¹ e il corrispettivo è stato stabilito come il minore tra il 55% del patrimonio *Common Equity Tier 1* del ramo d'azienda e il 78% del multiplo *Common Equity Tier 1* di UBI²⁶².

Vista la presenza di *shareholders* ancora non convinti di accettare l'offerta di ISP per l'acquisizione di UBI, il 17 luglio 2020, il cda della società con sede a Torino, ha stabilito di incrementare il corrispettivo e, all'attribuzione di 1,7 azioni ISP per ogni azione di UBI, è stato aggiunto un corrispettivo *cash* di 0,57 euro (premio diventato del 44,7%)²⁶³. Il documento supplementare, contenente il nuovo corrispettivo, è stato poi approvato dalla Consob, che ha, inoltre, prolungato fino al 30 luglio 2020 il periodo di adesione all'OPAS (offerta pubblica di acquisto e di scambio). Al termine, avevano aderito all'offerta 1.031.956.527 azioni di UBI, pari al 90,183% del capitale sociale dell'istituto di credito²⁶⁴. Avendo superato il 90%, ISP ha potuto mettere in atto una cosiddetta OPA residuale²⁶⁵ sulle azioni rappresentanti il 9,817% del capitale sociale di UBI che non era riuscita ad ottenere con l'OPAS. Grazie all'ulteriore OPA appena descritta, ISP è riuscita a raggiungere il 98,89% del capitale sociale della società *target* e, essendo venuta a detenerne più del 95%, ha potuto esercitare il diritto di acquisto sulle restanti azioni in circolazione secondo l'articolo 111 del TUF e mediante, quindi, una procedura congiunta che è stata stabilita in accordo con la CONSOB e con Borsa Italiana²⁶⁶. Infine, il 17 settembre 2020, Borsa Italiana ha disposto il *delisting* delle azioni di UBI Banca dal mercato

²⁶¹ Fonte delle informazioni la banca dati Zephyr

²⁶² La fonte è il comunicato stampa "Intesa Sanpaolo: integrato l'accordo per la cessione a BPER Banca di un ramo d'azienda del gruppo risultante dall'offerta pubblica di scambio su azioni di UBI Banca" del 15-06-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶³ La fonte è il comunicato stampa "Intesa Sanpaolo: Aumento del corrispettivo dell'offerta pubblica di scambio preventiva avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Unione Banche Italiane S.p.A." del 17-08-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶⁴ La fonte è il comunicato stampa "Risultati provvisori dell'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. sulle azioni ordinarie di Unione Banche Italiane S.p.A." del 30-08-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶⁵ L'OPA residuale è possibile nel momento in cui una società riesce ad ottenere più del 90% ma meno del 95% del capitale di un'altra entità societaria quotata. Ai sensi dell'Art. 108 comma 2 del TUF, La società che ha ottenuto la significativa partecipazione in questione ha l'Obbligo di Acquisto.

²⁶⁶ La fonte è il comunicato stampa "Risultati definitivi della procedura per adempiere all'obbligo di acquisto delle residue azioni UBI Banca ai sensi dell'art.108, comma 2, del TUF" del 15-09-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

telematico azionario a partire dal 5 ottobre 2020, data in cui è stato raggiunto da parte di ISP una partecipazione pari al 100% del capitale sociale di UBI²⁶⁷(grafico 16).

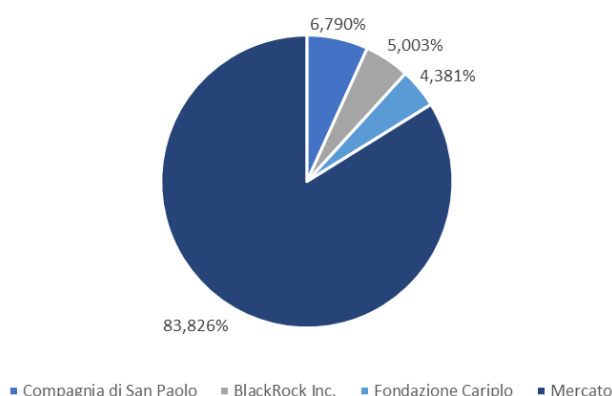


Grafico 15. ISP: azionariato 2020

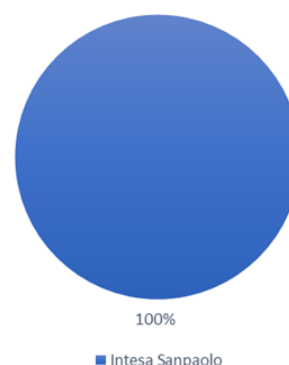


Grafico 16. UBI: azionariato 2020

Nei mesi successivi, dopo che sono state finalizzate le operazioni richieste dall'AGCM, Intesa Sanpaolo ha completato la fusione per incorporazione di UBI Banca. Oggi il gruppo ISP, grazie anche all'acquisizione descritta nelle righe precedenti, conta più di 97 mila dipendenti, più di 1000 miliardi di attività e presenta un utile che si aggira intorno ai 4 miliardi di euro²⁶⁸.

4.8 L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari

Esattamente in maniera speculare a quanto fatto per il caso Essilor-Luxottica è stata effettuata un'analisi dei titoli azionari di Intesa Sanpaolo e UBI Banca in base 100 così da constatare, anche in questo caso di M&A, quale impatto avessero avuto sul valore delle azioni delle due società gli eventi più rilevanti. Entrando maggiormente nello specifico è stata effettuata una comparazione in base 100 tra il valore delle azioni dei due gruppi bancari e il medesimo indice di mercato, il FTSE Italia Banche (o FTSE Italia All-Share Banks)²⁶⁹. Anche in questo caso è stato ipotizzato che alla data del 2 gennaio 2020 sia i titoli azionari che l'indice di riferimento avessero un valore pari a 100 e sono stati ricostruiti tutti i successivi valori su base giornaliera prendendo in considerazione le variazioni percentuali effettivamente registrate dalle azioni e

²⁶⁷ La fonte è il comunicato stampa "Regolamento della procedura congiunta per esercitare il diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111 del tuf e adempiere all'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del TUF su tutte le rimanenti azioni di UBI Banca, Delisting" del 15-10-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶⁸ Fonte dei dati il bilancio di esercizio 2021 di Intesa Sanpaolo disponibile su group.intesasanpaolo.com

²⁶⁹ L'indice FTSE Italia Banche o FTSE Italia All-Share Banks è un indice settoriale che sintetizza l'andamento generale del settore bancario italiano.

dall'indice fino al 30 novembre 2020²⁷⁰. Grazie a questo approccio è stato possibile constatare se anche per Intesa Sanpaolo e UBI ci sono stati accadimenti direttamente o indirettamente ricollegabili all'operazione di acquisizione che hanno impattato sul prezzo dei titoli azionari. Entrando nello specifico dei risultati ottenuti è possibile osservare che per Intesa Sanpaolo gli eventi legati all'operazione di fusione non hanno avuto alcun tipo di impatto. Infatti, osservando il grafico 17, anche a colpo d'occhio risulta essere evidente come l'andamento del titolo azionario di ISP segua pedissequamente quello dell'indice settoriale FTSE Italia Banche. In sostanza quindi, l'andamento del valore azionario di Intesa Sanpaolo segue esattamente l'andamento generale del mercato durante tutto il periodo riguardante il processo di acquisizione e non è influenzato, quindi, da nessun tipo di avvenimento, neppure da quelli più importanti (es. annuncio). Spostando il *focus* sul titolo azionario di UBI Banca è possibile constatare, invece, che quattro eventi hanno impattato in maniera significativa sul valore del titolo in questione. L'annuncio riguardante l'inizio del processo di acquisizione di UBI da parte di ISP avvenuto il 17 febbraio 2020 ha avuto importanti ripercussioni sul valore delle azioni UBI. Infatti, tra il 17 febbraio 2020 e il 28 febbraio 2020 è stato registrato un incremento percentuale del valore del titolo pari al 23,49% mentre l'indice di riferimento ha registrato un incremento paria a 1,59%. Dalla data di annuncio fino a fine luglio 2020 non ci sono stati altri eventi ad aver impattato sul titolo di UBI, infatti, l'andamento segue quello del mercato in generale. È proprio nel mese di luglio che, però, è possibile constatare l'impatto significativo di ben 3 eventi. Il 20 luglio 2020 i mercati finanziari recepiscono la decisione di ISP (presa il 17 luglio 2020) in merito all'aumento del corrispettivo offerto per l'acquisizione delle azioni UBI (oltre al rapporto di cambio di 1,7 azioni ISP vengono offerti anche euro 0,57 in denaro per ogni azione UBI) e viene registrato un aumento percentuale del valore delle azioni del 13,77% contro l'aumento dell'indice FTSE Italia Banche del 1,87%. Gli altri due eventi invece si hanno entrambi a fine luglio dello stesso anno: il 28 luglio 2020 vengono comunicati i risultati provvisori riguardanti l'OPAS che con successo è andata oltre il 70% del capitale sociale di UBI e il 31 luglio 2020 termina definitivamente l'OPAS con ISP che riesce ad ottenere un numero di azioni pari ad oltre il 90% del capitale sociale di UBI. I due eventi appena citati hanno fatto registrare due variazioni percentuali positive pari rispettivamente al 8,15% e al

²⁷⁰ Le fonti dei dati riguardanti valori azionari e indici che hanno permesso la ricostruzione in base 100 e il conseguente calcolo della variazione percentuale sono le seguenti: Refinitiv per i valori riguardanti Intesa Sanpaolo e il FTSE Italia All-Share Banks, sito ufficiale archivio.ubibanca.it per i valori riguardanti per l'appunto UBI Banca.

4,38%, nonostante l'andamento generale del mercato fosse tendenzialmente negativo (-0,54% e -0,64%). Infine, un ultimo evento ha avuto un impatto positivo sul valore azionario di UBI ed è quello riguardante il primo incontro con i sindacati dal completamento dell'operazione per trattare il tema assunzioni. Infatti, l'incontro in questione, essendo stato soddisfacente, ha portato ad una variazione percentuale del titolo azionario di UBI positiva e pari a 1,97%, nonostante l'andamento del mercato fosse assolutamente negativo e sintetizzabile nel -4,92% registrato dall'indice FTSE Italia Banche (grafico 18).

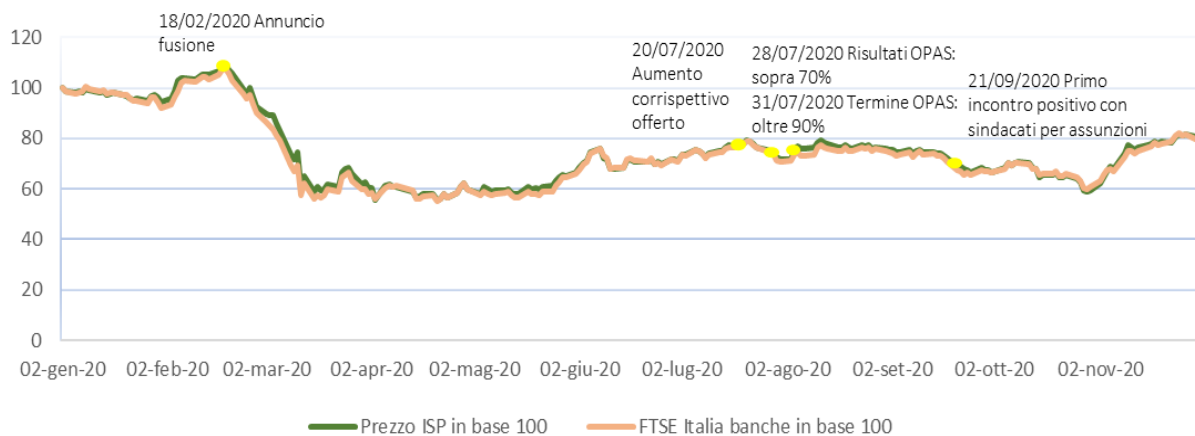


Grafico 17. Confronto ISP complessivo

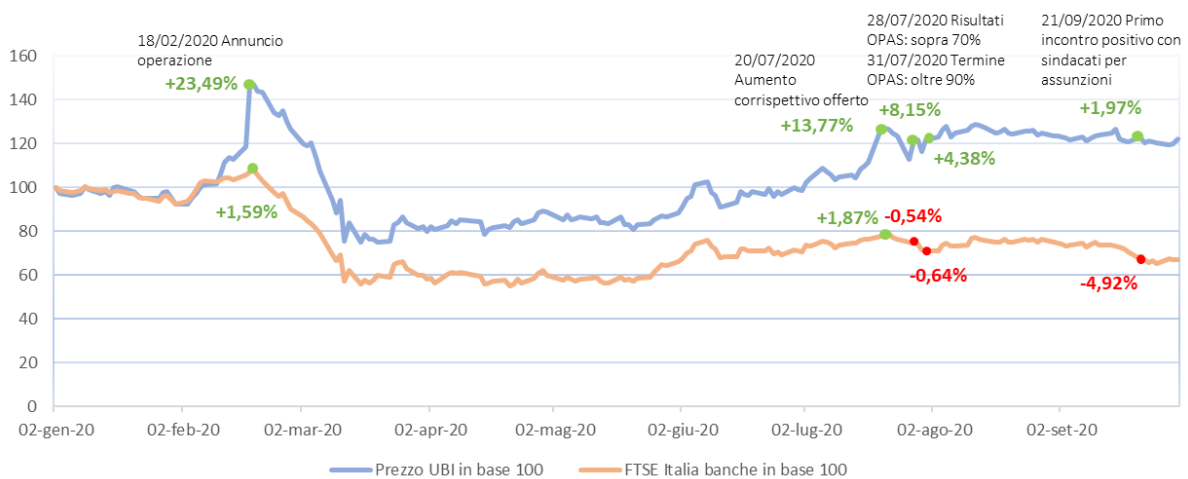


Grafico 18. Confronto UBI complessivo

Anche in questo caso è possibile effettuare due considerazioni rilevanti in merito ai risultati ottenuti con l'analisi svolta.

La prima riguarda Intesa Sanpaolo e il fatto che il valore dei titoli azionari non ha risentito in alcun modo di quello che stava accadendo in riferimento all'operazione di acquisizione.

La seconda riguarda UBI Banca e, proprio come nel caso Essilor-Luxottica, anche in questa operazione l'annuncio della fusione ha impattato positivamente sul valore dei titoli azionari in maniera più significativa rispetto a tutti gli altri eventi.

4.9 La valutazione nell'integrazione tra Intesa Sanpaolo e UBI banca

Intesa Sanpaolo e UBI Banca sono state protagoniste di una delle più significative operazioni di M&A riguardanti il settore finanziario italiano. Esattamente come per il caso Essilor-Luxottica, l'analisi svolta fino ad adesso, ha posto in evidenza le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle due società nel *pre-deal* e le fasi che hanno caratterizzato il processo di fusione. È doveroso, adesso, trattare uno degli aspetti più significativi che è quello riguardante la valutazione del rapporto di cambio e delle sinergie. Nei prossimi paragrafi verrà approfondito, quindi, come è stato determinato il rapporto di cambio pari a 1,7 e il corrispettivo in *cash* di 0,57 euro per azione prendendo in considerazione le metodologie utilizzate per ottenere tali valori. Verranno poi analizzati i benefici sinergici derivanti dalla fusione e la loro stima *ex ante*.

4.9.1 Valutazione e rapporto di cambio

L'operazione straordinaria tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca²⁷¹, come è emerso dai paragrafi precedenti, è risultata essere assolutamente complessa e piena di aggiustamenti in corso d'opera. Infatti, inizialmente ISP aveva effettuato un'OPS con rapporto di cambio di 1,7 sulle azioni in circolazione di UBI Banca. Successivamente, però, con il fine di incrementare il corrispettivo, Intesa Sanpaolo ha deciso di portare a compimento un'OPAS. Quest'ultima prevedeva sempre un rapporto di cambio pari a 1,7 e, in aggiunta, un corrispettivo *cash* di 0,56. Nella sostanza per ogni azione di UBI sono state corrisposte 1,7 azioni ISP e 0,56 euro in contanti. Entrando in merito dell'approccio valutativo utilizzato, occorre sottolineare che sia per il calcolo del rapporto di cambio che del corrispettivo *cash* sono state implementate le medesime metodologie valutative, basate su informazioni finanziarie, economiche e

²⁷¹ I dati e le informazioni riportate sono stati estrapolati dal documento di offerta (offerta pubblica di scambio obbligatoria), dal supplemento al prospetto informativo e dalla banca dati Zephyr.

patrimoniali consolidate delle due società (informazioni principalmente pubbliche²⁷²), sulla situazione riguardante i mercati finanziari, sulle comunicazioni per mezzo stampa e sulle stime effettuate dagli analisti. I *financial advisors* che hanno affiancato Intesa Sanpaolo nel processo di fusione sono stati Mediobanca S.p.A., Banca di Credito Finanziario S.p.A. (entrambi fondamentali per il calcolo del corrispettivo) J.P. Morgan, Morgan Stanley e UBS AG, mentre quelli che hanno supportato UBI Banca sono stati Credit Suisse Group AG e Goldman Sachs Group Inc.

Prendendo in esame le metodologie valutative, ne sono state utilizzate in totale cinque (tre in via principale e due per la valutazione di controllo):

1. Metodo basato sulle quotazioni di Borsa, attraverso il quale è stato stimato il valore economico della società *target* (UBI Banca) prendendo in considerazione il valore di Borsa delle azioni in specifici periodi e assumendo che il prezzo potesse effettivamente rispecchiare il valore economico della società. Nello specifico sono stati presi in considerazione i valori azionari (prezzi) al 31 marzo 2020²⁷³ e le medie dei prezzi ufficiali ponderate sulla base del volume delle azioni delle due società a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi (antecedenti l'annuncio).
2. Metodo basato sulla regressione lineare, secondo il quale è stato possibile stabilire il valore economico di UBI Banca effettuando per l'appunto una regressione lineare tra i multipli Prezzo / PNT²⁷⁴ e il RoATE atteso²⁷⁵ per i periodi 2020 e 2021 di società considerate comparabili. L'analisi, risultata statisticamente significativa, ha permesso di stabilire dei criteri sufficientemente attendibili per la valutazione delle società.
3. Metodo basato sui multipli di mercato, che ha permesso di determinare il valore delle società prendendo in considerazione dei *competitors* con caratteristiche simili alle

²⁷² Le stime effettuate da ISP per la determinazione del rapporto di cambio presentano significative limitazioni in quanto si basano su informazioni pubbliche. Infatti, non è stata eseguita nessuna *due diligence* e, inoltre, non erano presenti dati riguardanti proiezioni/stime dei piani industriali, delle situazioni economiche e patrimoniali delle società aggiornate alla data di annuncio. I dati in questione avrebbero permesso una valutazione ben più analitica. Per approfondimenti si rimanda al documento di offerta.

²⁷³ Le prime valutazioni sono state effettuate su dati aggiornati al 14 febbraio 2020 (ultimo giorno in cui la Borsa era aperta prima dell'annuncio dell'OPS in data 17 febbraio), quelle definitive, però, sono state effettuate il 31 marzo 2020, data in cui i cda di ISP e UBI hanno deciso di sospendere la distribuzione di dividendi.

²⁷⁴ PNT sta per patrimonio netto tangibile.

²⁷⁵ Il RoATE esprime l'utile al netto delle imposte, che risulta essere a disposizione degli azionisti ordinari e il quale è rettificato dall'ammortamento fiscale dei beni immateriali per ciascun trimestre dell'esercizio.

imprese che sono state oggetto di valutazione. Nel caso specifico, è stato utilizzato il multiplo Prezzo/Utili prospettici dei periodi 2020 e 2021, il quale è caratterizzato dal rapporto tra un valore di Borsa e un valore economico/prospettico. È stato, quindi, preso in considerazione il moltiplicatore in questione delle società *comparables* che è stato poi, con adeguati aggiustamenti, applicato alle società oggetto di valutazione. Gli istituti finanziari quotati europei che sono stati considerati come comparabili per dimensioni, per espansione geografica e per tipologia di *business* sono stati: Commerzbank, CaixaBank, BBVA, Crédit Agricole, BNP Paribas, Société Générale e Santander. Quelli italiani invece sono stati: Banca Monte dei Paschi di Siena, Credito Valtellinese, Banca Popolare di Sondrio, Credito Emiliano, Banco BPM e Unicredit. Infine, il calcolo dei multipli di mercato si è basato sulle stime *consensus* effettuate dagli analisti e fornite da FactSet (info provider) al 31 marzo 2020. Le stime tengono conto, anche, dei risultati economici, patrimoniali e finanziari delle società *comparables* al 31 dicembre 2019.

4. Metodologia basata sui prezzi *target* stimati dagli analisti finanziari con l'utilizzo di molteplici e differenti approcci valutativi. I prezzi *target* indicano il valore azionario che può essere raggiunto da una società in un determinato periodo e nel caso specifico, sono stati presi in considerazione i prezzi *target* di ISP e UBI forniti dagli analisti che hanno supportato l'intero processo di fusione e facenti riferimento sempre al 31 marzo 2020.
5. Metodo del *Dividend Discount Model* (variante dell'*Excess Capital*), attraverso il quale è stato calcolato il valore economico di UBI come somma tra il valore attuale dei flussi di cassa prospettici dei dividendi futuri distribuibili agli azionisti in un determinato orizzonte temporale e il *terminal value* della società oggetto di valutazione, il quale è stato calcolato come valore attuale di una rendita perpetua, tenendo in considerazione il flusso di cassa distribuibile normalizzato e un tasso di crescita coerente con l'analisi.

Con il primo metodo valutativo utilizzato, quello basato sulle quotazioni di Borsa a 1 mese, a 3 mesi e a 6 mesi sono stati ottenuti i seguenti *range* in termini di rapporto di cambio: 1,265-

1,908 nello scenario base²⁷⁶ e 1,265-2,254 nello scenario teorico²⁷⁷. In questo secondo scenario il valore massimo risulta essere superiore in quanto ISP riuscirebbe a perfezionare la fusione e riuscirebbe a raggiungere dei benefici sinergici a regime superiori rispetto allo scenario base.

Con il secondo e il terzo metodo valutativo, quelli basati sulla regressione lineare e sui multipli di mercato, sono stati ottenuti i medesimi *range*, sempre in termini di rapporto di cambio: 1,511-2,252 nello scenario base e 1,511-2,651 nello scenario teorico.

Con la metodologia valutativa basata sui prezzi *target*, invece, i *range* ottenuti sono stati: 1,241-1,894 (scenario base) e 1,241-2,245 (scenario teorico).

Infine, con il metodo del *Dividend Discount Model* (variante dell'*Excess Capital*) sono stati ottenuti i seguenti *range*: 1,207-1,728 nello scenario base e 1,207-2,008 nello scenario teorico (tabella 29).

	<i>Range</i> di valori del rapporto di cambio	
	Scenario base	Scenario teorico
Metodo delle Quotazioni di Borsa	1,265-1,908	1,265-2,254
Metodo della regressione lineare e dei multipli di mercato	1,511-2,252	1,511-2,651
Metodo dei prezzi <i>target</i>	1,241-1,894	1,241-2,245
Metodo del <i>Dividend Discount Model</i> (<i>Excess Capital</i>)	1,207-1,728	1,207-2,008
Range finale	1,511-1,728	1,511-2,008

Tabella 29. Riepilogo dei valori ottenuti dai vari metodi valutativi

Occorre precisare che i valori riportati rappresentano le risultanze delle stime aggiornate e finali effettuate dal *management* di Intesa Sanpaolo, che, una volta analizzato i risultati e i *range* ottenuti, ha confermato un rapporto di cambio pari a 1,7, successivamente integrato con il corrispettivo monetario di 0,57 vista la rilevanza strategica ed economica dell'operazione per i propri *stakeholder* e la volontà di portarla a compimento con successo.

²⁷⁶ Per scenario base viene intesa la situazione in cui ISP, in seguito all'offerta, avrebbe ottenuto una partecipazione in UBI pari al 50%+1 e rappresenta la condizione di soglia minima affinché risulti essere efficace l'OPAS. In questo caso però si parla di mancato perfezionamento della fusione, infatti, verrebbero solamente integrati i sistemi IT, avverrebbe la cessione delle filiali e il *de-risking*.

²⁷⁷ Per scenario teorico viene intesa la situazione in cui ISP, in seguito all'offerta, avrebbe ottenuto una partecipazione in UBI pari al 100% e oltre all'integrazione dei sistemi IT, alla cessione delle filiali e al *de-risking* avverrebbe anche la fusione societaria vera e propria. La fonte delle informazioni è il supplemento al prospetto informativo.

4.9.2 Reverse engineering: ricostruzione della valutazione del metodo dei multipli

Anche in questo caso, come in quello riguardante Essilor e Luxottica, è stato ritenuto necessario, attraverso un *reverse engineering*, approfondire l'effettiva applicazione pratica di uno dei metodi valutativi utilizzati per la determinazione del valore effettivo della società *target*. È stato deciso, quindi, di andare ad analizzare il metodo dei multipli fornendo un'ipotesi di ricostruzione che potesse andare a giustificare per quale ragione UBI è stata valutata ad un multiplo P/E prospettico al 2020 pari a 12,3 e ad un multiplo P/E prospettico al 2021 pari a 11,4²⁷⁸. Entrando maggiormente nello specifico, per prima cosa è stato preso in considerazione il campione di *comparables* (Commerzbank, CaixaBank, BBVA, Crédit Agricole, BNP Paribas, Société Générale, Santander, Banca Monte dei Paschi di Siena, Credito Valtellinese, Banca Popolare di Sondrio, Credito Emiliano, Banco BPM) e, una volta ricostruito l'intero calcolo che ha portato alla stima dei multipli P/E prospettici 2020 e 2021 per tutte le società, sono stati calcolati valore minimo, valore massimo, mediana e media come suggerisce l'approccio teorico. In merito a questo primo *step* è doveroso effettuare una precisazione che riguarda il multiplo P/E che, come riporta il documento di offerta, risulta essere frutto del rapporto tra il prezzo di chiusura delle azioni ordinarie delle varie società al 14 febbraio 2020 e l'utile per azione prospettico al 2020 e al 2021 stimato dal *provider* Facset. Visto che sempre nel documento di offerta sono stati riportati i valori riguardanti i vari rapporti P/E, andando a risalire al prezzo azionario delle varie società alla data sopra menzionata²⁷⁹, è stato possibile ricostruire la stima dell'utile per azione per ogni società²⁸⁰ (tabella 30).

²⁷⁸ La fonte delle informazioni è il documento di offerta.

²⁷⁹ I prezzi azionari utilizzati per il calcolo sono stati estrapolati dal fornitore di dati e infrastrutture per i mercati finanziari Refinitiv.

²⁸⁰ Avendo a disposizione il valore riguardante il rapporto P/E prospettico, è stato possibile risalire al valore dell'utile per azione prospettico rapportando il prezzo azionario delle società al 14 febbraio 2020 con il valore riguardante il rapporto P/E (sostanzialmente facendo la formula inversa).

<i>Società comparables</i>	Prezzo azioni 14 febbraio 2020	Utile prospettico 2020	Utile prospettico 2021	P/E prospettico 2020	P/E prospettico 2021
UniCredit	13,89	1,758	1,758	7,9	7,9
Banco BPM	2,18	0,260	0,287	8,4	7,6
BPER	3,04	0,334	0,390	9,1	7,8
Banca Monte dei Paschi di Siena	1,79	0,148	0,248	12,1	7,2
Credito Emiliano	5,16	0,543	0,555	9,5	9,3
Banca Popolare di Sondrio	2,36	0,241	0,236	9,8	10
Credito Valtellinese	8,32	0,676	1,095	12,3	7,6
BNP Paribas	53,60	6,458	6,617	8,3	8,1
Credit Agricole	13,49	1,451	1,533	9,3	8,8
Société Générale	31,73	3,966	4,231	8	7,5
Santander	3,73	0,449	0,478	8,3	7,8
BBVA	5,17	0,647	0,631	8	8,2
CaixaBank	2,81	0,339	0,343	8,3	8,2
Commerzbank	6,61	0,612	0,654	10,8	10,1
			Minimo	7,9	7,2
			Massimo	12,3	10,1
			Mediana	8,8	8,0
			Media P/E	9,3	8,3

Tabella 30. Rapporti P/E società comparables

Una volta ricostruiti tutti i calcoli riguardanti i due rapporti P/E prospettico e una volta individuati valori minimo, massimo, mediana e media è stato ritenuto opportuno prendere in considerazione il valore medio dei multipli che risulta essere pari a 9,3 per il rapporto P/E prospettico 2020 e pari a 8,3 per il rapporto P/E prospettico 2021²⁸¹. I valori appena citati sono stati, poi, confrontati con i rapporti P/E prospettici 2020 e 2021 riguardanti UBI. Infatti, seguendo il medesimo ragionamento e la medesima procedura descritta nelle righe precedenti, è stato possibile ricostruire i calcoli effettuati per ottenere i multipli riguardanti UBI e pari a 9,6 con riferimento al 2020 e a 8,9 con riferimento al 2021 (tabella 31).

<i>Società target</i>	Prezzo azioni 14 febbraio 2020	Utile prospettico 2020	Utile prospettico 2021	P/E prospettico 2020	P/E prospettico 2021
UBI	3,31	0,345	0,372	9,6	8,9

Tabella 31. Rapporti P/E società target

L'analisi appena effettuata mette in luce una certa vicinanza tra i valori medi delle società *comparables* (9,3 e 8,3) e quelli riguardanti la società *target* (9,6 e 8,9). In realtà, però, come già sottolineato in precedenza, la valutazione finale della società bersaglio si discosta in maniera significativa e, infatti, la stima di UBI al corrispettivo risulta essere di 12,3 in termini di P/E prospettico 2020 e di 11,4 in termini di P/E prospettico 2021. In sostanza, quindi, il valore di UBI rappresentato dal rapporto P/E è stato stabilito superiore rispetto a quello stimato in

²⁸¹ Sia nella dottrina che nella prassi viene preferito l'utilizzo della media dei valori multipli, anche se in alcuni casi viene presa in considerazione anche la mediana.

partenza e rispetto al valore medio riguardante il campione di società comparabili. Alla luce di quanto emerso, è ragionevole pensare che anche in questo caso, per la valutazione della società *target*, siano state prese in considerazione le sinergie realizzabili.

È stato ritenuto opportuno, quindi, fornire un'ipotesi di stima percentuale di sinergie prese in considerazione per valutare UBI con il metodo dei multipli. Partendo quindi, dal P/E prospettico al 2020 e al 2021 al corrispettivo (rispettivamente 12,3 e 11,4) e moltiplicando i valori in questione per l'utile per azione prospettico al 2020 e al 2021 riguardante UBI (circa euro 0,345 e 0,372) è stato possibile risalire al prezzo per azione al corrispettivo stimato per UBI, pari a circa euro 4,24 per azione (tabella 32). Dividendo, poi, il prezzo calcolato per i rapporti P/E prospettico al 2020 e al 2021 originariamente stimati per UBI (9,6 e 8,9) si è risaliti in definitiva all'utile per azione prospettico al 2020 e al 2021 comprensivo di quelli che possono essere considerati i potenziali benefici sinergici. I valori ottenuti sono stati pari a euro 0,442 e 0,476 rispettivamente per la stima dell'utile prospettico per azione con sinergie al 2020 e dell'utile prospettico per azione con sinergie al 2021 (tabella 33).

Società <i>target</i>	Prezzo al corrispettivo	Utile prospettico 2020	Utile prospettico 2021	P/E prospettico 2020 al corrispettivo	P/E prospettico 2021 al corrispettivo
UBI	4,24	0,345	0,372	12,3	11,4

Tabella 32. Calcolo prezzo al corrispettivo UBI

Società <i>target</i>	Prezzo al corrispettivo	Utile prospettico con sinergie 2020	Utile prospettico con sinergie 2021	P/E prospettico 2020	P/E prospettico 2021
UBI	4,24	0,442	0,476	9,6	8,9

Tabella 33. Calcolo utile prospettico con sinergie UBI

Effettuando, poi, la differenza tra l'utile stimato comprensivo di sinergie e l'utile stimato esente da potenziali benefici sinergici è stato possibile risalire al valore attribuibile all'impatto dei benefici sinergici in termini di utile per azione che ragionevolmente potrebbe essere stato preso in considerazione nella valutazione di UBI. Successivamente è stato calcolato il valore delle sinergie a regime con impatto sul risultato netto (490 milioni di euro circa nel 2024)²⁸² ed è stato rapportato quest'ultimo al numero di azioni in circolazione UBI (1,135 miliardi circa²⁸³).

²⁸² Per approfondimenti sulla ricostruzione dei valori riguardanti benefici sinergici e costi di integrazione si rimanda al paragrafo 4.9.3.

²⁸³ La fonte del dato in questione è il bilancio di esercizio 2019 di UBI disponibile sul sito ufficiale archivio.ubibanca.it

Questo calcolo ha permesso di stimare i benefici sinergici a regime raggiungibili in termini di utile per azione (euro 0,432 circa). Infine, rapportando le sinergie prese in considerazione nella valutazione in termini di utile per azione prospettico per il valore riguardante le sinergie a regime con impatto sull'utile per azione è stato possibile risalire ai valori percentuali dei benefici sinergici considerati nel modello valutativo rispetto a quelli complessivamente realizzabili (22% con riferimento al 2020 e 24% con riferimento al 2021).

(euro)	2020	2021
Utile prospettico per azione senza sinergie	0,345	0,372
Utile prospettico per azione con sinergie	0,442	0,476
Valore sinergie con impatto sull'utile per azione	0,097	0,105
Valore sinergie con impatto sull'utile per azione a regime	0,432	
% su sinergie a regime	22%	24%

Tabella 34. Sinergie con impatto sull'utile per azione UBI

L'analisi effettuata permette di concludere, quindi, che è motivato pensare che nella valutazione di UBI siano state prese in considerazione anche una parte delle sinergie realizzabili a regime. Il risultato ottenuto dal lavoro svolto, inoltre, è coerente anche con il fatto che non potevano essere prese in considerazione il 50% o addirittura il 100% delle sinergie a regime in quanto sono presenti anche singnificativi costi di integrazione.

4.9.3 Valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione

Come nel caso Essilor-Luxottica, è assolutamente doveroso prendere in considerazione sinergie e costi di integrazione, aspetti assolutamente rilevanti anche in questo M&A. Infatti, la possibilità di creare valore e, di conseguenza, benefici per tutti gli *stakeholders*, attraverso sinergie di costo e di ricavo è stato uno dei *driver* più rilevanti alla base dell'integrazione tra UBI e ISP²⁸⁴.

Nel documento di registrazione, sono state stimate sinergie annue ante imposte attese pari a 700 milioni una volta a regime, quindi 662 milioni entro il 2023 e ulteriori 38 entro il 2024 (anno

²⁸⁴ La fonte è il comunicato stampa "Intesa Sanpaolo: Unione con UBI Banca per accrescere la creazione di valore da *leader* europeo rafforzando il proprio ruolo per l'Italia" del 17-02-2020 e disponibile su group.intesasanpaolo.com

in cui è stato ipotizzato il raggiungimento a regime). La maggior parte delle sinergie appena descritte riguardavano i costi, infatti, sono state stimate 545 milioni di sinergie di costo e 156 milioni di sinergie di ricavi. Inoltre, sono stati stimati costi di integrazione pari a 1,3 miliardi di euro²⁸⁵.

Entrando nello specifico, le sinergie e i costi di integrazione ipotizzati in merito all'operazione in questione sono stati i seguenti²⁸⁶:

1. Sinergie di costo: grazie all'incremento dimensionale, all'aumento dei contesti geografici in cui ISP sarebbe stata presente una volta completata la fusione e grazie alle economie di scala, il gruppo con sede a Torino ha stimato importanti sinergie di costo. Nello specifico sono state stimate 340 milioni ante imposte per anno di sinergie derivanti da un efficientamento nei costi sostenuti per le spese del personale, ottenuto con uscite volontarie stimate per 5000 lavoratori. Inoltre, grazie al raggiungimento di una maggiore efficienza nella rete di distribuzione e nelle funzioni centralizzate, sono state stimate ulteriori 200 milioni di sinergie ante imposte per anno. In sostanza, le sinergie di costo annuali stimate sono state pari a 0 milioni nel 2020, 225 milioni nel 2021, 450 milioni nel 2022, 506 milioni nel 2023 e 544 milioni nel 2024²⁸⁷.
2. Sinergie di ricavo: a partire dal 2023 (incluso) sono state stimate sinergie di ricavo pari a 156 milioni ante imposte per anno. Le sinergie in questione sarebbero state ottenute grazie ad un aumento della produttività per cliente, ad una maggiore produttività e al raggiungimento di una maggiore efficienza derivante dall'integrazione dei segmenti più importanti, come *wealth management* e *bancassurance*. Entrando maggiormente nello specifico, attraverso la fusione tra i segmenti *Wealth Management* e *Protection Company*, il gruppo ISP si sarebbe focalizzato maggiormente nei mercati "persone", "famiglie" e "affluent" e, grazie all'implementazione di nuove tecnologie²⁸⁸, sarebbe riuscito ad erogare un'offerta di prodotti finanziari e di servizi più mirata. Ricapitolando, quindi, nei primi 3 anni e quindi nel 2020, 2021 e 2022, secondo le stime,

²⁸⁵ I dati e le informazioni sono stati ricavati dal prospetto "documento di registrazione".

²⁸⁶ I dati e le informazioni sono stati ricavati dal documento di offerta.

²⁸⁷ I dati sono stati estrapolati e rielaborati prendendo in considerazione i valori presenti nel documento di offerta e nell'analisi effettuata da J.P. Morgan (uno dei consulenti finanziari dell'offerente). Il documento di riferimento è il report intitolato "*Intesa Sanpaolo: Potential acquisition of UBI - Creating synergies to sustain > €0.20 DPS from 2021*" del 17 febbraio 2020.

²⁸⁸ Per nuove tecnologie sono intese quelle basate su *big data* e *advanced analytics*.

non si sarebbero concretizzate le sinergie di ricavo, che sarebbero state invece di circa 156 milioni all'anno a partire dal 2023.

3. Costi di integrazione: Per raggiungere gli obiettivi sinergici descritti nelle righe precedenti (soprattutto con riferimento alle sinergie di costo), sono stati stimati costi di integrazione per 1,3 miliardi di euro che, secondo quanto riportato nel documento di offerta, sarebbero stati interamente spesi nel 2020.

Effettuando la somma algebrica dei valori annuali riguardanti le sinergie di costo, di ricavo e dei costi di integrazione, è stato possibile ottenere l'impatto complessivo ante imposte della fusione in termini di sinergie e oneri di integrazione, caratterizzato dai seguenti valori:

-1,3 miliardi di euro nel 2020, 225 milioni nel 2021, 450 milioni nel 2022, 662 milioni nel 2023 e 700 milioni nel 2024 (vedi tabella 35).

(dati in milioni di euro)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Costi di integrazione	-1300	0	0	0	0
Sinergie di costo	0	225	450	506	544
Sinergie di ricavo	0	0	0	156	156
Impatto totale ante imposte	-1300	225	450	662	700

Tabella 35. Riepilogo valori sinergie e costi di integrazione

Analizzando le tempistiche, è stata prevista, quindi, una realizzazione percentuale annua delle sinergie (senza contare i costi di integrazione) del 32,1% nel 2021, del 63,3% nel 2022, del 94,6% nel 2023, del 100,0% e nel 2024²⁸⁹, anno in cui, secondo le stime, i benefici sinergici sarebbero arrivati a regime (grafico 19).

²⁸⁹ Le percentuali sono state ottenute dividendo i valori delle previsioni annue delle sinergie totali per il valore stimato al 2024, il quale può essere considerato come valore massimo e *benchmark* in termini di sinergie raggiungibili nel medio periodo.

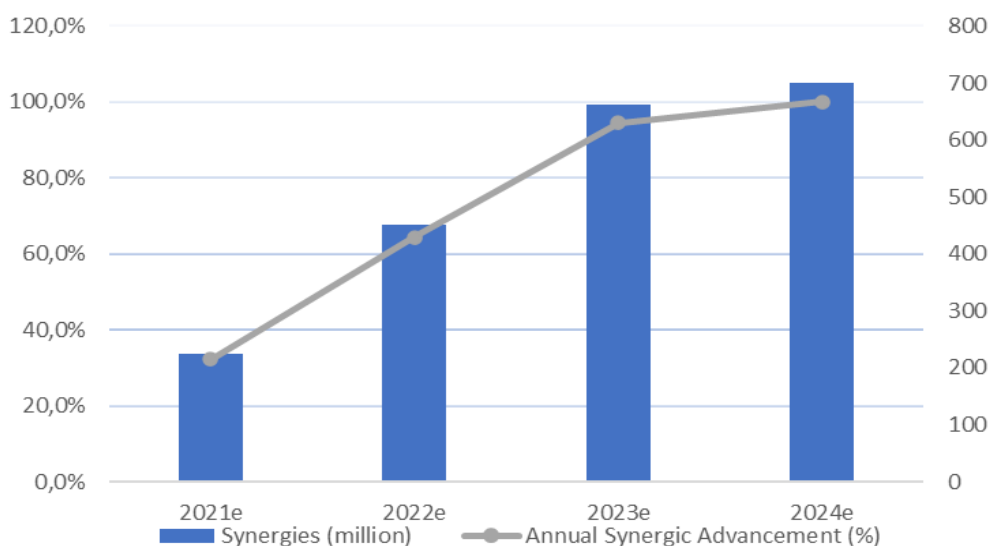


Grafico 19. Avanzamento annuo delle sinergie

Infine, andando a sottrarre ai valori della tabella 35 le tasse figurative (ipotizzando un'aliquota fiscale stabile del 30%²⁹⁰) è stato possibile risalire al valore delle sinergie in termini di impatto sul risultato netto per il periodo 2020-2024. Dividendo, poi, i valori ottenuti per il numero di azioni in circolazione di UBI al 2019 pari a circa 1,135 miliardi²⁹¹, è stato possibile risalire ai seguenti valori sinergici in termini di utile netto per azione (tabella 36).

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Costi di integrazione	-1300	0	0	0	0
Sinergie di costo	0	225	450	506	544
Sinergie di ricavo	0	0	0	156	156
Impatto totale ante imposte	-1300	225	450	662	700
Aliquota fiscale	30%	30%	30%	30%	30%
Tasse figurative	390	-67,5	-135	-198,6	-210
Risultato netto	-910	157,5	315	463,4	490
Numero di azioni in circolazione UBI	1.135				
Valore sinergie per azione in termini di risultato netto	-0,802	0,139	0,278	0,408	0,432

Tabella 36. Valore sinergie per azione

È quindi possibile concludere che l'impatto a regime per azione delle sinergie risulta essere pari a 0,432 euro, valore superiore all'utile per azione di UBI stimato per gli anni 2020 e 2021.

²⁹⁰ Il *tax rate* preso in considerazione è quello utilizzato dagli analisti di J.P. Morgan proprio nella valutazione delle sinergie per il caso ISP-UBI. Per riferimenti in merito al *report* in questione si rimanda alla nota (a piè di pagina) numero 74.

²⁹¹ La fonte del dato in questione è il bilancio di esercizio 2019 di UBI disponibile sul sito ufficiale archivio.ubibanca.it

Conclusioni

Grazie al lavoro svolto, è adesso possibile trarre delle rilevanti conclusioni in merito alla valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A.

Ciò che emerge dal primo capitolo, è l'assoluta importanza che ha una corretta valutazione d'azienda per cercare di creare valore. Infatti, è emerso come sia difficile per i promotori riuscire a concludere un'operazione a VAN positivo, considerando anche che in molti casi gli azionisti dell'impresa *target* si impossessano del valore creato da un'operazione di fusione o acquisizione. Per limitare al minimo, quindi, la promozione di un'operazione fallimentare, una corretta valutazione d'azienda diventa un aspetto cruciale in tutti i *mergers and acquisitions*, tenuto conto, anche, della portata dei capitali investiti, della quantità degli attori/interessi coinvolti e della significatività dei cambiamenti spesso immodificabili che caratterizzano queste tipologie di operazioni. Sempre nel capitolo in questione è emerso, inoltre, come le motivazioni per promuovere un'operazione di M&A possano essere le più disparate, di tipo economico, ma anche personali (ad esempio *management* che cerca di perseguire i propri interessi). Indipendentemente da quello che è il *driver* principale che spinge i promotori a portare a termine le operazioni straordinarie in questione, però, quello che si evince dall'elaborato è che diventa assolutamente rilevante tenere in considerazione, in sede valutativa, l'impatto che hanno le varie tipologie di sinergie (attenzione a quelle riguardanti il potere di mercato e i benefici fiscali perché disciplinate rispettivamente da AGCM e TUIR) e i costi di integrazione che vengono sostenuti per raggiungerle. La motivazione è da imputare ai benefici sinergici che impattano positivamente sul valore complessivo dell'operazione (spesso il premio acquisizione dipende proprio dal valore attribuito alle sinergie), mentre i costi di integrazione impattano in maniera negativa. Risulta evidente, quindi, che la mancata presa in considerazione degli aspetti appena menzionati o la presa in considerazione di solamente uno dei due rende incompleta la valutazione o addirittura erronea. Dall'elaborato è emersa, inoltre, la natura prospettica e interdisciplinare del concetto di "valutazione d'azienda" e come, quest'ultimo, risulti essere il risultato di un processo articolato. L'attenzione è stata posta, poi, sulla fase di vita in cui si trova la società *target* ed è emerso che a seconda che l'azienda oggetto della valutazione si trovi in una fase di mantenimento, crescita, decrescita o cambiamento radicale occorre effettuare differenti scelte metodologiche in termini di approcci implementati (*asset* o *equity side*), metodi di valutazione utilizzati (es. DCF o patrimoniale/misto) e utilizzo, o meno, di particolari tecnicismi (es. calcolo dell'*Enterprise Value* come somma di parti). Infine, diventano assolutamente rilevanti anche gli aspetti giuridici che disciplinano le modalità con

cui possono avvenire fusione e valutazione (con particolare riferimento alla relazione di stima per la determinazione del rapporto di cambio). Gli articoli di riferimento sono risultati essere il 2501, 2501 *bis*, 2501 *ter* e 2501 *sexies* c.c.

Dal secondo capitolo sono emerse le principali caratteristiche riguardanti i modelli valutati generalmente trattati dalla dottrina e implementati nella prassi professionale. Indipendentemente dall'approccio valutativo utilizzato, la valutazione d'azienda rimane una pratica molto complessa che, nella maggior parte dei casi, si basa su assunzioni e ipotesi assolutamente incerte. Ogni metodologia valutativa trattata (metodo patrimoniale, metodo reddituale, metodi misti, *Discounted cash flow method*, *Dividend discount model*, metodi dei multipli, approccio basato sul *target price* e metodo dei prezzi di borsa) ha vantaggi e svantaggi e non esiste in assoluto un metodo significativamente più adatto degli altri.

Dall'approfondimento effettuato nel capitolo in questione è stato possibile giungere a delle conclusioni molto rilevanti:

1. Nella prassi i metodi patrimoniale e reddituale (e in parte quello misto) sono poco utilizzati nel settore finanziario e sostanzialmente caduti in disuso nel settore industriale, visti i significativi limiti che li caratterizzano. Il metodo patrimoniale, infatti, non considera aspetti rilevanti come il reddito e i flussi di cassa prospettici, mentre quello reddituale non tiene conto delle politiche di bilancio, degli investimenti e delle politiche fiscali.
2. La dottrina sottolinea l'importanza del Giudizio Integrato di Valutazione (GIV) teorizzato da Guatri e Bini, secondo cui una corretta stima del valore di una società dovrebbe basarsi sull'utilizzo di molteplici approcci valutativi differenti e nello specifico su valori assoluti derivanti dall'applicazione di metodologie assolute, su valori relativi derivanti dall'utilizzo dei multipli e su una corretta base informativa e analisi fondamentale.
3. Premesso che il settore industriale risulta essere estremamente ampio e che ogni sottosettore predilige specifiche metodologie valutative e specifici accorgimenti nell'implementazione operativa della valutazione, dall'elaborato emergono alcune sostanziali differenze nei modelli valutativi utilizzati, in generale, nel settore industriale e in quello finanziario. Infatti, nel settore industriale il modello valutativo finanziario maggiormente utilizzato risulta essere quello del *Discounted cash flow* (grazie al fatto che tiene conto della capacità prospettica della società di generare liquidità), mentre nel settore finanziario (con particolare riferimento al contesto bancario) viene preferito il *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital* (per tenere conto della

parte del patrimonio netto che potrebbe essere distribuita perchè non necessaria per la normale operatività della banca).

4. Alcune metodologie valutative, come l'approccio basato sul *target price* e il metodo dei prezzi di borsa risultano essere sempre di più applicati nella prassi sia nel settore industriale che nel settore finanziario. Un'ulteriore somiglianza in termini di scelte valutative tra i due settori in questione è il diffuso utilizzo del metodo dei multipli, nello specifico quello basato sulle società comparabili (il multiplo maggiormente utilizzato è quello P/E).

Infine, sempre dal secondo capitolo, è emerso che in riferimento alla valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione, assumono una certa rilevanza sia gli approcci relativi (società comparabili e transazioni comparabili) sia l'approccio basato sul VAN (*NPV valuation*), che si pone l'obiettivo di risalire al valore attuale netto dei benefici sinergici attraverso l'implementazione del metodo reddituale o di quello basato sul *discounted cash flow*. Nella prassi, il metodo maggiormente utilizzato per stimare il valore delle sinergie dagli esperti è quello del VAN, mentre per effettuare un controllo sui risultati ottenuti viene utilizzato in maniera significativa quello basato sulla valutazione relativa.

Spostando l'attenzione, adesso, sul terzo e sul quarto capitolo e quindi sui casi Essilor - Luxottica (fusione nel settore industriale) e Intesa Sanpaolo – UBI Banca (acquisizione nel settore finanziario) è possibile constatare che le quattro conclusioni, riguardanti la valutazione, tratte dal secondo capitolo sono state tutte sostanzialmente confermate. Entrando nello specifico:

1. In nessuno dei due casi, per effettuare la valutazione delle società partecipanti all'operazione, sono stati utilizzati metodi patrimoniali, reddituali e misti, esattamente in linea con il fatto che i metodi in questione (come precedentemente descritto) sono sostanzialmente caduti in disuso.
2. Sia nel caso Essilor-Luxottica che in quello Intesa Sanpaolo-UBI Banca sono stati utilizzati molteplici modelli valutativi. Nello specifico, nel caso riguardante il settore industriale sono stati utilizzati tre metodologie basate su logiche differenti: il metodo dei prezzi di borsa, il *Discounted Cash Flow method* e il metodo basato sul *target price*. Nel caso ISP-UBI sono state utilizzate addirittura cinque metodologie basate su logiche differenti: metodo basato sulle quotazioni di borsa, metodo della regressione lineare, metodo dei multipli, metodo dei prezzi *target* e *Dividend Discount Model* (variante dell'*Excess Capital*). I due casi confermano, quindi, quello che suggerisce la dottrina, ovvero l'importanza di utilizzare più metodologie valutative basate su logiche

differenti per effettuare una valutazione che risulti essere più corretta possibile. Occorre precisare che solo il caso ISP-UBI è esattamente in linea con il concetto di Giudizio Integrato di Valutazione (GIV) teorizzato da Guatri e Bini (utilizzo sia di metodi assoluti che relativi) mentre il caso Essilor-Luxottica, non facendo ricorso alla valutazione relativa, sembrerebbe non rispettare perfettamente il concetto in questione. È doveroso sottolineare, però, che i metodi dei multipli (società comparabili e transazioni comparabili) sono stati esclusi solamente per l'assenza di società che potessero essere considerate *comparables* (questo anche nella teoria risulta essere uno dei principali limiti riguardanti il modello in questione), altrimenti sarebbe stato implementato anche nel caso Essilor-Luxottica.

3. Esattamente come sottolineato dalla dottrina, i casi hanno confermato come il settore di appartenenza delle società (industriale o finanziario) condizioni in maniera netta l'utilizzo delle metodologie valutative, soprattutto con riferimento ai modelli finanziari. Infatti, nel caso Essilor-Luxottica viene fatto ricorso al *Discounted Cash Flow method*, metodologia assente (questo a causa delle difficoltà nello scindere la gestione operativa da quella finanziaria dell'istituto di credito e di conseguenza nello stabilire il WACC) nel caso ISP-UBI dove invece viene utilizzato l'approccio del *Dividend Discount Model* (in quanto, generalmente, le banche distribuiscono dividendi in maniera stabile e difficilmente reinvestono in capitale fisso e circolante) nella sua variante dell'*Excess Capital*.
4. In entrambi i casi viene fatto ricorso all'utilizzo della metodologia basata sul *target price* degli analisti finanziari e al metodo basato sui prezzi di borsa (grazie soprattutto alla loro semplicità di utilizzo e alla loro affidabilità). Il metodo dei multipli basato sulle società comparabili (con riferimento al rapporto P/E) viene implementato esclusivamente nel caso ISP-UBI, ma come sottolineato nel punto precedente, il settore non è assolutamente una discriminante in quanto, se ci fosse stata la possibilità di selezionare un campione di società comparabili, il metodo in questione sarebbe stato utilizzato anche nel caso Essilor-Luxottica.

Grazie all'analisi sull'impatto che specifici eventi riguardanti la fusione hanno avuto sul valore azionario delle società, è stato possibile constatare come sia in Essilor-Luxottica che in Intesa Sanpaolo-UBI l'evento significativamente più impattante sul valore azionario sia stato l'annuncio dell'operazione. Infine, dalle ricostruzioni valutative effettuate (*reverse engineering* e ricostruzione valutazione delle sinergie) per entrambi i casi (Essilor-Luxottica e ISP-UBI) è possibile concludere che, nella decisione ultima in merito al rapporto di cambio da utilizzare

per portare a termine l'OPA nel caso industriale e l'OPAS nel caso finanziario sono stati presi in considerazione anche parte dei benefici sinergici, visto che in entrambe le operazioni il rapporto di cambio si attesta nella parte alta dei *range* stimati con le varie metodologie valutative.

Bibliografia

Berk J., DeMarzo P., Morresi O., Venanzi D. “*Finanza aziendale 2: Teoria e pratica della finanza moderna*”, Pearson (2018), I ed.

Capasso A., O. Meglio “*Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*”, FrancoAngeli (2009).

Caroli M. “*Gestione delle imprese internazionali*”, MC Graw Hill (2020), IV ed.

Chatterjee B.D. “*An illustrated guide to Business Valuation*”, Bloomsbury (2020), II ed.

Corbella S. “*Manuale di valutazione d’azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*”, McGraw Hill (2020).

Damodaran A., Roggi O. “*Elementi di Finanza Aziendale e Risk Management: la gestione d’impresa tra valore e rischio*”, Maggioli Editore (2016), IV ed.

Damodaran A. “*Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*”, Now Publisher (2005), Vol. 1.

Damodaran A. “*The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed and Complex Businesses*”, Pearson Education (2010).

Davis D.A. “*M&A Integration: How to do it. Planning and delivering M&A integration for business success*” Wiley (2012), I ed.

Demirakos G.E., Strong N.C., Walker M. “*What Valuation Models Do Analysts Use?*”, Accounting Horizons (2004).

Dreher M., Ernst D. “*Mergers & Acquisitions: Understanding M&A Processes for Large and Medium Sized Companies*”, Springer (2022).

Ernst & Young [report] “*Are you giving M&A integration costs the attention they deserve?*” (2019).

Fingleton J. “*Il potere di mercato. Come definirlo?*”, Il Mulino (1999), Fascicolo 3.

Fiorentino R, Garzella S. “*The Synergy Valuation Models: Towards the Real Value of Mergers and acquisitions*” International Research Journal of Finance and Economics (2014), Issue 124.

Fontana F., Boccardelli P. “*Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*” Hoepli (2015), IV edizione.

Franceschi L.F. “*Criteri e metodi per la valutazione d’azienda nelle applicazioni professionali*”, EDUCatt (2007).

Gonnella E. “*Logiche e metodologie di valutazione d’azienda: valutazioni stand-alone*”, Pisa University Press (2013).

Gordon M.J. “*The Savings Investment and Valuation of a Corporation*” The Review of Economics and Statistics (1962), Vol. 44, No. 1.

Guariglia A., Yang J., Guo J. “*To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China*” Journal of Corporate Finance (2017), Vol. 54.

Guatri L., Bini M. “*La valutazione delle aziende*”, Egea (2007).

Guni C.N., Munteanu V. “*The added economic value – an instrument for the performance measurement*” Friedrich Addleton Academic Publishers (2014), Vol.9(4).

Harrington J.E. JR, Prokop J. “*The dynamics of the Free-Rider Problem in Takeovers*” The Review of Financial Studies (1993), Vol. 6, Issue 4.

Heaton J.B. “*Managerial Optimism and Corporate Finance*”, Wiley for Financial Management Association International (2002).

Jensen M.C. “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”, The American Economic Review (1986), Vol.76, No. 2.

J.P. Morgan [report] “*EssilorLuxottica: Merger has potential to create a cash machine but remains expensive on most metrics: remain Neutral*” (2018).

J.P. Morgan [report] “*Intesa Sanpaolo: Potential acquisition of UBI - Creating synergies to sustain > €0.20 DPS from 2021*” (2020).

- Kerl A.G.** “*Target Price Accuracy*”, Business Research (2011), Vol. 4, Issue 1.
- KPMG** [report] “*Rapporto Mergers & Acquisitions. Il mercato segna nuovi record*” (2022).
- Lee C.M.** “*Accounting-based valuation: Impact on business practices and research*”, Accounting Horizons (1999), Vol. 3, No. 4.
- Lintner J.** “*The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*” The Review of Economics and Statistics (1965), Vol. 47, No. 1.
- Maglio R.** “*La valutazione d’azienda in settori specifici di attività*”, Giuffrè Editore (2017).
- Massari M., Granfrate G., Zanetti L.** “*The Valuation of Financial Companies: Tools and techniques to value banks, insurance companies, and other financial institutions*”, Wiley (2014).
- Mercer Z.C., Harms T.W.** “*Business Valuation: An Integrated Theory*”, Wiley (2021), III ed.
- Mellen C.M., Evans F.C.** “*Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*” Wiley (2010), II ed.
- Miciuła I., Kadlubek M., Stepien P.** “*Modern Methods of Business Valuation – Case Study and New Concepts*”, Sustainability, MDPI (2020).
- Miles R.C.** “*Basic Business Appraisal*”, John Wiley & Sons (1984).
- Moody’s** [report] “*EssilorLuxottica: update to credit analysis*” (2018).
- Nguyen H.W., Zhu Z., Jung Y. H., Kim, D.S.** “*Determinants of M&A acquisition premium: a social capital perspective*” Competitiveness Review (2022), Vol. 32, No. 2.
- Pan A., Liu W., Wang X.** “*Managerial overconfidence, debt capacity and merger & acquisition premium*”, Nankai Business Review International (2019).
- Pandian J.R., Woodlock P.** “*Reassessing M&A Valuation Assumptions*”, The Journal of Corporate Accounting & Finance (2013).

Schwarz E.S., Trigeorgis L. “*Real Options and Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*”, The MIT Press (2001).

Sharpe W.F. “*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*” The Journal of Finance (1964), Vol. 19, No. 3.

Sirower M.L. “*The synergy trap: How Companies Lose the Acquisition Game*”, The Free Press (1997).

Vinod K., Sharma P. “*An Insight Into Mergers & Acquisitions: A Growth Perspective*” Palgrave Macmillan (2019), I edizione.

Sitografia

abi.it

ansa.it

agcm.it

archivio.ubibanca.it

bancaditalia.it

bankpedia.org

bloomberg.com

borsaitaliana.it

dealogic.com

essilor.com

euromonitor.com

globaldata.com

group.intesasanpaolo.com

luxottica.com

normattiva.it

refinitiv.com

reuters.com

statista.com

treccani.it

valoptec.com

zephyr.bvdinfo.com

Riassunto

Capitolo 1 – L'operazione di M&A e il processo di valutazione d'azienda

L'importanza della valutazione e principali motivazioni nelle operazioni di M&A

La motivazione per la quale è fondamentale effettuare correttamente la valutazione risiede nel fatto che i promotori delle operazioni di M&A hanno l'intenzione di creare valore e cercare di massimizzare l'investimento effettuato. Un'errata valutazione della società *target* potrebbe portare ad un'operazione a VAN negativo. In una situazione così delineata gli unici che ne trarrebbero beneficio sarebbero esclusivamente gli azionisti della società bersaglio (come dimostrato dall'evidenza empirica). Tenendo conto, inoltre, della portata dei capitali investiti (nel 2021 superati 5 trilioni di dollari in operazioni di M&A), della quantità degli attori/interessi coinvolti e della significatività dei cambiamenti spesso immodificabili che le operazioni di M&A portano con sé, è possibile concludere che una corretta valutazione diventa un aspetto determinante. Altro tema rilevante, sono le motivazioni che spingono i soggetti promotori a presentare un'offerta di acquisizione e queste possono essere o non essere di natura economico/finanziaria (rientrano nella categoria delle motivazioni non economiche il perseguimento di interessi personali da parte dei *managers* o l'*overconfidence*). Le motivazioni di natura economico/finanziaria principali risultano essere le seguenti: integrazione verticale, integrazione orizzontale, diversificazione, espansione geografica, investire liquidità in eccesso, e acquisizione di competenze/risorse scarse.

Le principali tipologie di sinergie realizzabili e costi di integrazione

Il termine sinergia deriva dal greco ed il significato è riconducibile al concetto di «cooperazione». Raggiungere delle sinergie, significa ottenere un risultato dalla combinazione di più fattori (nel nostro caso di più società) differente dalla mera sommatoria dei fattori in questione. Nelle operazioni di M&A le sinergie sono principalmente riconducibili alla riduzione dei costi o all'aumento dei ricavi. Le principali tipologie di sinergie sono: accesso al credito più conveniente o economie finanziarie (una società molto indebitata acquisendone una poco indebitata può ridurre la leva finanziaria ed ottenere credito a condizioni più economiche), economie di scala (la fusione permette la riduzione dei costi unitari con l'aumento della quantità prodotta), economie di scopo (la combinazione di risorse/capacità complementari di due società garantisce vantaggi in termini di minori costi o maggiori ricavi) aumento potere di mercato (ottenimento di una posizione dominante nel settore ma con la legge del 10 ottobre 1990 n.287 "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato" l'AGCM pone di fatto importanti limiti) e benefici fiscali (minore tassazione ma il legislatore pone dei limiti con gli articoli 84 e 172 del TUIR).

Oltre ad una corretta valutazione delle sinergie, risulta essere di fondamentale importanza anche tenere in considerazione tutti i costi che possono essere ricondotti ad un'operazione di fusione o acquisizione. In particolar modo assumono una certa rilevanza i costi di integrazione, ovvero le spese sostenute dai promotori di un'operazione di M&A per implementare modifiche strutturali alle società partecipanti al *deal* con il fine di raggiungere la corretta valorizzazione delle sinergie. Alcuni aspetti chiave caratterizzano i costi in questione: correlazione positiva tra sinergie ottenute e costi di integrazione sostenuti, costi di fine rapporto (dipendenti), chiusura impianti, uffici o immobili e modifiche sistema IT rappresentano generalmente i costi di integrazione più comuni, le dimensioni dell'operazione influiscono sull'entità dei costi di integrazione e ques'ultimi variano a seconda del settore.

Valutazione d'azienda: fasi del processo valutativo, valutazione sulla base della fase di vita in cui si trova l'azienda e aspetti giuridici

Il valutatore ha il compito di definire il concetto di valore e di quantificarlo nella maniera più corretta possibile limitando al minimo preconcetti e pregiudizi. Il processo di valutazione rimane comunque complesso, richiede la conoscenza di molti campi della scienza e non è standardizzabile. Inoltre, la valutazione può essere spiegata attraverso cinque punti chiave che la caratterizzano: la valutazione è intrinsecamente prospettica, è interdisciplinare, i sistemi contabili sono cruciali, i modelli di valutazione sono sistemi di contabilità pro forma e l'analisi fondamentale facilita la previsione.

Con riferimento al processo di valutazione d'azienda, occorre precisare che è caratterizzato da una moltitudine di attività, consequenziali l'una all'altra, che hanno il fine ultimo di determinare il valore della società bersaglio e che risultano essere le seguenti:

1. Comprensione delle motivazioni alla base della valutazione
2. Esplicitazione degli obiettivi di valutazione
3. Ricerca e analisi delle informazioni
4. Scelta e implementazione del metodo valutativo.
5. Determinazione del valore e stesura della relazione

Oltre al processo occorre considerare che la differente combinazione di strategie adottate, metodi di gestione e variabili strutturali portano a collocare le società in differenti stadi di vita, i quali risultano essere i seguenti: fase di mantenimento (sostanziale stabilità), fase di crescita (la società sta intraprendendo un'attività di sviluppo in termini di strategie adottate, aspetti gestionali e caratteristiche strutturali), fase di decrescita (sostanziale declino) e fase di cambiamento radicale (mutamento significativo in termini di scelte strategiche, gestionali e caratteristiche strutturali). La fase di vita in cui può trovarsi una società condiziona inevitabilmente anche il processo di valutazione

e per tenere adeguatamente conto di questo occorre effettuare le seguenti scelte metodologiche: stabilire il concetto di valore e le sue configurazioni sulla base della valutazione economica, determinare l'approccio migliore da utilizzare, *asset side* (generalmente quello preferito) o *equity side*, scegliere il metodo di valutazione più adeguato (principalmente viene utilizzato il *Discounted cash Flow Method* per aspetti gestionali e strategici mentre i metodi patrimoniali e misti per aspetti meramente strutturali), implementare tecnicismi e costruzioni alla base della valutazione economica (scegliere se stimare l'*Enterprise Value* complessivo o l'*Enterprise Value* come somma di parti) e adottare specifiche tecniche ed ipotesi per stimare correttamente tassi e flussi di risultato (occorre considerare le particolarità dell'impresa, le caratteristiche, il contesto e la fase di vita).

Infine, riguardo agli aspetti giuridici, il Codice civile disciplina la fusione e il tema della valutazione attraverso alcuni articoli. L'articolo 2501 c.c. sottolinea la possibilità di effettuare una fusione in due modi differenti: mediante la costituzione di una nuova società (fusione in senso stretto o propria) oppure mediante l'incorporazione di una società nell'altra o nelle altre (fusione per incorporazione o impropria). L'articolo 2501 *sexies* c.c. evidenzia gli aspetti che devono essere contenuti nella relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio e sull'adeguatezza dei metodi valutativi utilizzati. L'articolo 2501 *bis* pone l'attenzione sul *Leveraged Buyout*, e sottolinea che il progetto di fusione oltre a dover rispettare gli adempimenti previsti dall'art. 2501 *ter* c.c. deve rispettare ulteriori condizioni molto più stringenti.

Capitolo 2 – Principali Metodologie valutative nelle operazioni di M&A

Premessa sui principali metodi valutativi nelle operazioni di M&A

Le metodologie valutative utilizzate nelle operazioni di fusione e acquisizione, sono da sempre state suddivise in due categorie: quella dei metodi assoluti e quella dei metodi relativi. Occorre precisare che la valutazione d'azienda non può essere considerata completa, se viene utilizzato esclusivamente un metodo valutativo o più metodi della stessa tipologia e che è in corso un progressivo disuso di alcuni metodi di valutazione assoluti, ovvero di quello patrimoniale e di quello reddituale.

Metodi patrimoniale, reddituale e misti: breve cenno

Per giungere alla valutazione attraverso il metodo patrimoniale è necessario identificare il patrimonio netto, attribuirgli il valore corrente di mercato agli elementi dell'attivo che sono considerati non monetari (es. titoli, partecipazioni ecc.), attualizzare crediti e debiti nel caso in cui la società oggetto di valutazione non utilizzi i principi IAS/IFRS e tenere conto di oneri potenziali o costi sospesi. Il metodo reddituale, invece, basa la valutazione d'azienda sulla capacità di quest'ultima di generare un risultato di esercizio positivo nei periodi futuri e sull'attualizzazione di quest'ultimo al tasso di

capitalizzazione. Infine, con riferimento ai metodi misti, assumono particolare rilevanza il “Metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito” e l’*Economic Value Added* (EVA). Il primo stima il valore del capitale economico come somma tra il capitale netto rettificato e il prodotto tra il valore attuale di una rendita annuale posticipata e il reddito differenziale medio che l’impresa riesce a produrre se comparata con i *competitor* mentre il secondo stima il valore aziendale come somma tra gli EVA (opportunamente attualizzati) che quest’ultima è in grado di generare negli esercizi successivi e il capitale investito.

Metodi finanziari: il *Discounted Cash Flow Method* e il *Dividend Discount Model*

I metodi finanziari, per arrivare alla valutazione di un’azienda, cercano di fornire una stima, quanto più accurata possibile, dei flussi di cassa che la società oggetto di valutazione è in grado di generare. Il *Discounted Cash Flow Method* si basa sull’assunto che il valore di un generico *asset* risulti essere pari al valore dei flussi di cassa che riesce a generare, quest’ultimi attualizzati opportunamente ad un tasso (detto tasso di sconto) che rispecchia il valore temporale del denaro e il rischio supportato per ottenere la generazione proprio della liquidità in questione. Nella prassi, viene stabilito un orizzonte temporale, tendenzialmente di medio periodo (di solito non superiore ai 3-5 anni), di cui vengono calcolati e attualizzati i flussi di cassa anno per anno, mentre per la stima dei flussi di cassa che risultano essere successivi a tale periodo, viene stabilito il “*terminal value*” o valore terminale. La formula di riferimento è la seguente:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_N}{(1+r)^N}$$

Il *Discounted Cash Flow Method* può avere luogo in termini *equity side* o *asset side*. La prima tipologia di valutazione si pone l’obiettivo di determinare il valore che una società ha esclusivamente con riferimento agli azionisti, la seconda cerca di stimare il valore d’azienda complessivo (sia per gli azionisti che per i finanziatori).

In termini *equity side* sono due i principali approcci da tenere in considerazione: quello basato sul *free cash flow to equity* (FCFE) e il *Dividend Discount Model* (DDM). Il primo approccio descritto permette di risalire al valore della società con riferimento agli azionisti calcolando il FCFE (dato dalla somma tra utile netto e costi monetari a cui vengono sottratte le spese in conto capitale, la variazione del capitale circolante non monetario e la differenza tra il nuovo debito emesso e il rimborso dei debiti) e applicando la formula riportata precedentemente. Uniche due differenze con la formula sono che il flusso di cassa generico viene sostituito dal FCFE e r diventa r_e , ovvero il rendimento minimo

atteso dai portatori di capitale di rischio per effettuare degli investimenti in progetti aventi medesima rischiosità. La formula di per il calcolo del tasso in questione è: $r_e = K_E = R_f + \beta_u(R_m - R_f)$. Il secondo approccio (DDM) determina il valore di un titolo (P_0) effettuando l'attualizzazione dei flussi di dividendo attesi dagli operatori che hanno investito nell'azienda apportando mezzi propri. L'espressione di riferimento risulta essere la seguente:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Div}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + r_e)^n}$$

Tenendo conto del *Gordon Growth Model* per la stima dei dividendi all'infinito, il calcolo per determinare il valore del titolo all'anno n è: $P_n = \text{Div}_{n+1}/(r_e - g_n)$, dove g_n rappresenta il tasso di crescita riguardante i dividendi per tutti i periodi successivi all'anno in questione.

Infine, in termini *asset side*, l'approccio principalmente utilizzato risulta essere quello basato sul *free cash flow to firm*, dove in maniera speculare all'approccio basato sul FCFE, per calcolare il valore complessivo di una società basta applicare la formula riportata per il calcolo del "*Value of business*" e risalire al FCFF (dato dalla somma tra utile netto e costi monetari a cui vengono sottratte le spese in conto capitale e la variazione del capitale circolante non monetario). Anche in questo caso le uniche due differenze con la formula in questione sono che il flusso di cassa generico viene sostituito dal FCFF e r diventa il WACC, ovvero il rendimento che tutti gli investitori riuscirebbero ad ottenere da un'altra società simile e con stesso livello di rischiosità di quella oggetto di valutazione. Il tasso in questione è calcolabile sulla base della struttura del capitale. Nello specifico occorre moltiplicare costo del capitale proprio (k_e) e costo del debito al netto delle imposte (k_d) rispettivamente per il peso (valore percentuale) che il capitale proprio ha sull'intera struttura finanziaria (w_e) e il peso percentuale del capitale di debito sulla struttura finanziaria dell'impresa *target* (w_d). Quindi $\text{WACC} = (k_e \times w_e) + (k_d \times w_d)$. È possibile, infine, stimare il *Terminal Value* ipotizzando flussi di cassa costanti ($\text{VT}_T = \text{FCFF}_{T+1}/\text{WACC}$) oppure ipotizzando una crescita costante dei flussi in questione ad un determinato tasso g ($\text{VT}_T = \text{FCFF}_{T+1}/\text{WACC}-g$).

I metodi dei multipli: la valutazione relativa, società comparabili e transazioni comparabili

La *relative valuation* ha come fine quello di valutare un *asset* sulla base di prezzi di *assets* simili presenti sul mercato. Per implementare correttamente questa tipologia di valutazione occorre trovare *assets* comparabili, ridimensionare il prezzo di mercato con l'utilizzo di una variabile comune e adeguarlo sulla base delle differenze esistenti.

Le fasi da prendere in considerazione per ottenere una quanto più corretta applicazione del modello valutativo basato sulle società comparabili risultano essere le seguenti:

1. Selezione delle società comparabili (in base al settore, alle dimensioni, al rischio finanziario, alla *governance*, alla trasparenza, alla fase della vita e al modello di *business*).
2. Identificazione e scelta dei moltiplicatori da utilizzare: nella pratica esistono due tipologie di moltiplicatori, quelli *equity side* (il numeratore dei multipli è il prezzo di mercato delle azioni) e quelli *asset side* (numeratore dei multipli è l'attivo lordo). Entrando maggiormente nello specifico i multipli più rilevanti sono: P/E (*Price/Earnings*) nelle sue declinazioni *trailing* (denominatore utile azione storico) e *leading* (denominatore utile per azione prospettico), P/BV (*Price/Book value*), EV/EBIT, EV/EBITDA, P/CF (*Price/Cash Flow*), EV/CF, P/S (*Price/Sales*) e EV/S. Nei multipli EV sta per *enterprise value*.
3. Selezione di informazioni e dati attendibili
4. Elaborazione dei risultati e scelte finali: il processo di aggiustamento permette di ottenere multipli *adjusted* (effettuando correzioni al numeratore) e multipli *clean* (effettuando correzioni al denominatore). Ultimi due aspetti da tenere in considerazione sono: la media dei multipli riguardanti le imprese *comparables* (se una società comparabile si discosta da questo valore allora può essere esclusa) e le rettifiche effettuate solo su specifici variabili (un esempio è il PEG *ratio*).

Per transazioni comparabili, invece, si intendono operazioni straordinarie, come per l'appunto quelle di M&A, in cui viene negoziato il valore di società considerate simili a quella di cui invece dev'essere effettuata la valutazione. L'approccio in questione segue la stessa logica di quello basato sulle società comparabili, unica differenza è che in questo caso il *focus* è sul prezzo delle transazioni.

Approccio basato sul *target price*

Con il termine *target price* viene inteso il prezzo obiettivo che un soggetto intenzionato ad investire vuole raggiungere in un determinato periodo di tempo, o comunque il prezzo a cui l'investitore intende liquidare il proprio investimento. Il *target price* viene calcolato, attraverso l'utilizzo di vari modelli valutativi (es. *Discounted cash flow method*, *Dividend discount model*, metodo dei multipli) dagli analisti finanziari delle più importanti banche d'investimento e serve per orientare, nella maniera più corretta possibile, le scelte di collocamento di capitali. Per stimare il valore di una società, quindi, vengono considerati i *target price* degli analisti finanziari e ne viene fatta la media.

Il metodo dei prezzi di borsa

La metodologia valutativa basata sui prezzi di borsa viene presa in considerazione per effettuare esclusivamente la stima del valore di società presenti nei mercati regolamentati. Per effettuare l'implementazione pratica dell'approccio in questione occorre scegliere un intervallo temporale di riferimento all'interno del quale dovranno essere rilevati i prezzi di borsa (es. trimestre, semestre, anno), stabilire una data specifica da cui far partire l'intervallo e determinare il tipo di media da utilizzare per effettuare la stima del prezzo medio azionario (ponderata sulla base dei volumi scambiati o semplice).

Introduzione alla valutazione delle sinergie e approcci valutativi

Quando i promotori di un'operazione straordinaria decidono di pagare un premio, generalmente, lo fanno perché possono ottenere benefici sinergici. La corretta valutazione delle sinergie (ma anche dei costi di integrazione) diventa un elemento estremamente rilevante e cruciale per il successo dell'investimento. Le principali fonti sinergiche da prendere in considerazione sono l'aumento dei ricavi, la riduzione dei costi, il miglioramento dei processi, le economie finanziarie e la riduzione del rischio. Le principali variabili, invece, risultano essere l'entità del beneficio sinergico, la probabilità di concretizzazione e la tempistica di realizzazione delle sinergie.

Per la valutazione delle sinergie possono essere utilizzati sia i modelli di valutazione relativa (è preferito quello delle transazioni comparabili) che i modelli di valutazione assoluta (calcolo del VAN attraverso o il *Discounted Cash Flow Method* o il metodo reddituale). Entrambe le metodologie valutative possono essere implementate sia in termini sintetici che in termini analitici. Con riferimento al calcolo del VAN con il *Discounted Cash Flow Method*, una tipologia di approccio è quella proposta da Capasso e Meglio (l'approccio utilizza in parte anche la teoria delle *Real Option*) che ha come finalità quella di valutare finanziariamente il valore di ogni singola sinergia e, attraverso la somma tra quest'ultime, di ottenere il valore complessivo dei benefici sinergici derivanti da un'operazione di M&A. Viene proposto, quindi, un modello valutativo alla base del quale il valore della combinazione tra due ipotetiche società non è altro che il risultato della somma tra i valori delle due entità in chiave *stand alone* e i valori delle varie sinergie il tutto al netto del valore dei debiti. In merito alla valutazione dei singoli benefici sinergici, viene utilizzato il *Discounted Cash Flow method* per la stima delle sinergie \bar{S}_F (sinergie di flusso) e \bar{S}_R (sinergie derivanti da differenti profili di rischio) mentre per la stima di \bar{S}_O (sinergie derivanti dalla flessibilità realizzata con l'operazione) viene utilizzata la teoria delle opzioni reali visto che, il metodo DCF, non riesce a tener conto del valore originato proprio dalla flessibilità. Un'ultima considerazione riguarda la frequenza di utilizzo delle

metodologie valutative e, secondo una ricerca la maggior parte degli esperti (il 77,78%) di operazioni di M&A utilizzano come modello primario di valutazione delle sinergie quello del VAN.

Effettiva applicazione delle varie metodologie valutative per settore

I modelli patrimoniale, reddituale e misto patrimoniale-reddituale possono essere utilizzati per la valutazione società industriali e finanziarie senza particolari problematiche. I limiti riguardanti le metodologie in questione, però, hanno fatto sì che il loro utilizzo nella prassi diminuisse nel tempo ed oggi sono sostanzialmente caduti in disuso. Per quanto riguarda i metodi finanziari, invece, il metodo del *Dividend Discount Model* viene largamente utilizzato nel settore finanziario nella sua variante dell'*Excess Capital* mentre il metodo del *Discounted Cash Flow* risulta essere significativamente adottato per la valutazione delle società industriali insieme a quello relativo basato sulle società comparabili (nella declinazione del *PE model*). Il metodo basato sulle società comparabili è largamente utilizzato anche nel settore finanziario. Infine, i metodi basati sul *target price* degli analisti finanziari e quelli basati sui prezzi di Borsa stanno acquisendo sempre più importanza e sono sempre di più utilizzati in entrambi i settori presi in considerazione.

Capitolo 3 – La valutazione nel settore industriale: il caso Essilor - Luxottica

Luxottica Group S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

Le attività totali sono complessivamente aumentate nel periodo 2015-2017. L'andamento dei valori rispecchia esattamente l'andamento delle attività non correnti e occorre sottolineare un *trend* positivo con riferimento alle attività correnti che sono continuate a crescere per tutti e tre gli anni antecedenti la fusione. Le passività totali sono aumentate tra il 2015 e il 2017 di circa 5 milioni, ma è stata registrata una netta diminuzione tra il 2016 e il 2017 di circa 279 milioni di euro. Questo andamento rispecchia le variazioni riguardanti le passività correnti. Lo *stockholders' equity* (patrimonio netto) non risulta subire importanti variazioni.

In merito alle *net sales* (vendite nette), Luxottica evidenzia una tendenza assolutamente positiva. Infatti, quest'ultime sono aumentate in tutte e tre gli anni, ma il progressivo aumento del costo del venduto ha portato l'utile lordo a diminuire durante il periodo in questione (nonostante siano diminuite le spese operative totali). Quanto appena descritto ha portato ad un utile operativo in decrescita. Le spese finanziarie dopo una diminuzione tra il 2015 e il 2016 sono tornate ad aumentare tra il 2016 e il 2017. In termini di utile ante imposte Luxottica presenta una tendenza negativa, ma grazie alla significativa diminuzione delle imposte sul reddito, l'utile netto ha evidenziato un *trend* positivo durante tutto il periodo di analisi.

Con riferimento alla situazione finanziaria, Luxottica nel 2015 è passata da 1,5 miliardi di euro di disponibilità liquide e mezzi equivalenti all'inizio del periodo a circa 864 milioni di disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine del periodo, nel 2016 da 864 milioni a 866 milioni e, nel 2017 da 866 milioni di liquidità di inizio periodo a circa 1,16 miliardi di euro di liquidità di fine periodo. La posizione finanziaria netta è passata da un valore di circa 1,005 miliardi di euro del 2015 a 1,176 miliardi di euro del 2016 per poi attestarsi a circa 0,740 miliardi di euro del 2017.

Essilor International: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

I valori dell'attivo di Essilor risultano essere complessivamente aumentati nei tre anni presi in considerazione, anche se occorre sottolineare che i massimi sono stati raggiunti nel 2016 e che, a causa principalmente delle variazioni riportate dai *non-current assets*, Essilor ha registrato una decisa diminuzione del valore delle attività totali tra il 2016 e il 2017. Le passività e il patrimonio netto di Essilor hanno registrato i seguenti valori: nel 2017 12,3 miliardi di euro, nel 2016 circa 836 milioni, e 11,9 miliardi nel 2015. L'*equity* non ha subito significative variazioni mentre le passività non correnti sono diminuite progressivamente e in maniera significativa nei tre anni in questione. Le passività correnti hanno registrato un valore nettamente superiore nel 2016 rispetto al 2015 e al 2017. I ricavi di Essilor aumentano costantemente nel periodo di analisi e, nonostante l'aumento del costo del venduto, Essilor registra un *trend* positivo in termini di *gross margin* (margine lordo) che risulta essere in costante aumento anno dopo anno, mentre il profitto operativo risulta diminuire tra il 2016 e il 2017 a causa dell'aumento delle spese operative. Per quanto riguarda spese e proventi finanziari, quest'ultimi risultano più o meno essere costanti lungo i tre anni mentre il *profit before taxes* risulta essere decrescente. Nonostante le importanti agevolazioni fiscali del 2017, Essilor presenta un *net profit* (profitto netto) in leggera diminuzione rispetto al 2016 ma superiore a quello del 2015.

In termini finanziari, Essilor nel 2015 è passata da 598 milioni di euro di disponibilità liquide e mezzi equivalenti all'inizio del periodo a circa 431 milioni di disponibilità liquide e mezzi equivalenti alla fine del periodo, nel 2016 da 431 milioni a 460 milioni e, nel 2017, da 460 milioni a 426 milioni. Infine, la posizione finanziaria netta è passata da 2,089 miliardi circa del 2015, a 2,062 miliardi del 2016 per poi attestarsi a 1,661 nel 2017.

Luxottica e Essilor prima della fusione: analisi dell'EBITDA e dell'EPS

Nonostante i valori di EBITDA, EBITDA *adjusted* e EBITDA *margin* riguardanti Luxottica siano leggermente diminuiti nel periodo 2015-2017 (fatta eccezione per l'EBITDA *adjusted* che è aumentato), risultano essere comunque positivi ed evidenziano una buonissima capacità della società di generare risorse finanziarie attraverso le *revenue* e l'attività operativa. Il livello di leva finanziaria

(rappresentato dal rapporto tra l'indebitamento netto e l'EBITDA) risulta essere diminuito nei tre anni mentre l'EPS costantemente aumentato. I valori di EBITDA, EBITDA *adjusted* e EBITDA *margin* riguardanti Essilor hanno evidenziato un *trend* sostanzialmente positivo, il rapporto indebitamento netto/EBITDA risulta essere in costante diminuzione e L'EPS in costante crescita.

L'industria dell'occhialeria

Prendendo in considerazione il settore dell'*eyewear*, in generale, nel 2015 Luxottica risulta essere *leader* assoluto con un *market share* del 14,1%, seguita proprio da Essilor con una quota di mercato del 13,1% e da altri importanti *player* del settore come Johnson & Johnson (3,9%), Safilo (3,7%) e Hoya (3,2%). Nel 2016 e nel 2017 le due società riescono a consolidare la propria quota di mercato grazie al progressivo incremento delle vendite, dovuto anche alla costante crescita dell'intero settore nel periodo di analisi.

Essilor-Luxottica: l'operazione di fusione

L'annuncio della fusione, tra Essilor International (Compagnie Générale d'Optique) e Luxottica Group S.p.A., risale al 16 gennaio 2017. L'integrazione tra le due società, si è sviluppata seguendo due fasi ben distinte: la prima riguardante il conferimento da parte di Delfin (*holding* controllante Luxottica), dell'intera partecipazione detenuta in Luxottica (62,54%) nei confronti di Essilor in cambio di azioni di nuova emissione secondo un rapporto di cambio pari a 0,461, la seconda riguardante l'offerta pubblica di scambio (OPS) sostenuta da Essilor per il restante ammontare delle azioni Luxottica in circolazione. Delfin avrebbe ottenuto in cambio dell'intera partecipazione in Luxottica, una partecipazione pari al 31% del capitale sociale di Essilor. Nell'accordo nelle pattuizioni parasociali erano previsti altri obblighi, assolutamente rilevanti, riguardanti soprattutto la *governance* e i diritti di voto. In seguito a tutto l'*iter* di approvazione dei vari *antitrust* dei Paesi coinvolti, il primo ottobre 2018 (data in cui Delfin ha finalizzato il conferimento della propria partecipazione in Luxottica, pari al 62,42%) Luxottica ed Essilor annunciano la nascita di Essilorluxottica. Pochi giorni dopo, sempre secondo accordi, EssilorLuxottica ha effettuato l'offerta pubblica di scambio (OPS) sul restante ammontare di azioni in circolazione di Luxottica (circa il 36,332%) e dopo i cosiddetti *sell-out* e *squeeze-out* EssilorLuxottica ha ottenuto definitivamente il 100% di Luxottica.

L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari

Grazie al confronto (ricostruzione su base 100) tra il valore dei titoli azionari di Luxottica ed Essilor e i principali indici di mercato italiano (FTSE MIB) e francese (CAC 40), è stato possibile individuare gli eventi che hanno maggiormente impattato sui mercati azionari di entrambe le società. Questi sono

stati: l'annuncio della fusione (16 gennaio 2017) la comunicazione da parte di Essilor dei risultati trimestrali positivi e della fiducia nei confronti del proseguo della fusione anche in riferimento all'indagine avviata dalla Commissione europea (24 ottobre 2017), la comunicazione di variazione di capitale sociale di Luxottica (4 dicembre 2017), l'approvazione senza condizioni dell'operazione di fusione da parte della Commissione Europea e della Federal Trade Commission statunitense (1 marzo 2018), la comunicazione da parte di Essilor dei risultati del terzo trimestre 2018 positivi (23 ottobre 2018) e la fine dell'OPA con comunicazione dei risultati e prima assemblea congiunta degli azionisti di EssilorLuxottica (29 novembre 2018). Gli eventi menzionati sono risultati essere i più significativi per entrambe le società e ad aver impattato più di tutti è stato l'annuncio della fusione.

La valutazione nell'integrazione tra Essilor e Luxottica: rapporto di cambio, ricostruzione della valutazione con il DCF *method* e valutazione delle sinergie e dei costi di integrazione

L'OPS riguardante la fusione si è realizzata ad un rapporto di cambio dello 0,4613, ottenuto attraverso l'implementazione pratica di varie metodologie valutative che risultano essere le seguenti: metodo basato sull'analisi dei prezzi di chiusura delle due società, metodo del *Discounted Cash Flow* e metodo basato sull'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca. Le tre metodologie utilizzate hanno fornito i *range* riguardanti il valore per azione di Luxottica ed Essilor e il relativo rapporto di cambio (il *range* finale stimato in termini di rapporto di cambio è risultato essere 0,419-0,485).

Con un *reverso engineering* (ricostruzione del processo che ha portato a determinati risultati finali partendo da quest'ultimi) è stata approfondita l'effettiva applicazione pratica del *Discounted Cash Flow Method* per la valutazione di Essilor e di Luxottica. Entrando nello specifico della ricostruzione sono stati stimati i valori previsionali al 2020 e 2021 (sulla base di ipotesi strutturate e conferme da parte di analisti del mercato), è stato stimato il *terminal value* e successivamente il FCFF. Applicando, poi, il generale modello teorico del *Discounted Cash Flow* è stato possibile risalire all'*Enterprise Value* medio e, sottraendo all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta delle due società (PFN), le rettifiche effettuate in sede di valutazione e dividendo tutto per il numero di azioni *diluted* è stato possibile risalire ad un valore per azione di euro 46,68 per Luxottica e di euro 118,14 per Essilor. I nostri risultati sono risultati essere sostanzialmente coerenti con i *range* di riferimento del documento di offerta. In riferimento alle sinergie, quelle principali (al netto dei costi di integrazione) riguardanti l'operazione di fusione sono risultate essere le sinergie di ricavo, sinergie sull'approvvigionamento, sinergie di costo e sinergie su spese generali e amministrative. L'interruzione competitiva, invece, è uno dei principali costi da attribuire direttamente all'integrazione tra Essilor e Luxottica. In termini di tempistiche era stata prevista una realizzazione percentuale annua delle sinergie del -1,5% nel 2018, del 8,75% nel 2019, del 25,7% nel 2020, del 55,5% nel 2021 e del 100% nel 2022.

Infine, togliendo alle “Net EBIT synergies” le tasse è stato possibile risalire all’impatto delle sinergie sull’utile netto. Applicando poi il *Discounted Cash Flow Method* si è risaliti al VAN al 2017 riguardante le sinergie, pari a circa 4,3 miliardi di euro e corrispondente a quasi l’8,8% della somma degli *equity value* di Luxottica ed Essilor.

Capitolo 4 – La valutazione nel settore finanziario: il caso Intesa Sanpaolo - UBI Banca

Intesa Sanpaolo S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

L’attivo risulta essere complessivamente aumentato nel periodo 2017-2019. Le voci che hanno registrato le variazioni più significative sono le attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, le attività valutate a *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e le attività finanziarie di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39. Per quanto riguarda le passività, le variazioni più significative che si sono registrate nei tre anni presi in considerazione sono riconducibili ai differenti valori assunti dalle passività finanziarie valutate al costo ammortizzato e dalle passività finanziarie di di pertinenza delle imprese di assicurazione valutate al *fair value* ai sensi dello IAS 39.

In merito ai risultati economici i proventi operativi netti risultano essere complessivamente aumentati nell’arco dei tre anni grazie all’incremento registrato dalla voce riguardante il risultato netto delle attività e passività finanziarie al *fair value*. I costi operativi, dopo un iniziale incremento tra il 2017 e il 2018, sono diminuiti tra il 2018 e il 2019. Nonostante questo, però, il risultato corrente lordo è diminuito significativamente nel periodo di analisi (dovuto alla variazione negativa registrata in altri proventi netti) e questo ha impattato sull’utile di esercizio che è complessivamente diminuito.

Sotto il profilo finanziario, ISP nel 2017 è passata da 8,6 miliardi di euro di disponibilità liquide all’inizio del periodo a circa 9,4 miliardi di disponibilità liquide alla fine del periodo, nel 2018 da 9,4 miliardi di euro a 10,3 miliardi di euro e nel 2019 da 10,3 miliardi a 9,7 miliardi di euro.

UBI Banca S.p.A.: situazione patrimoniale, economica e finanziaria

Le attività risultano essere complessivamente diminuite nel periodo 2017-2019. La motivazione è attribuibile alle variazioni registrate nelle seguenti voci: attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto a conto economico, attività finanziarie valutate al *fair value* con impatto sulla redditività complessiva e all’adeguamento di valore delle attività finanziarie oggetto di copertura generica.

Anche le passività sono complessivamente diminuite, ma non vi sono voci che presentano variazioni eccessivamente significative.

I proventi operativi risultano essere complessivamente aumentati nell’arco dei tre anni grazie (principalmente) alla positiva gestione delle attività e passività finanziarie valutate al *fair value*. Gli

oneri operativi sono diminuiti e la ragione è da attribuire alle variazioni registrate alle voci riguardanti le spese del personale e quelle amministrative. Grazie a quanto descritto il risultato corrente lordo è aumentato in maniera significativa nel periodo di analisi, ma a causa di un aumento delle tasse pagate e di componenti non ricorrenti, l'utile di esercizio presenta ugualmente un andamento negativo.

In termini finanziari, UBI nel 2017 è passata da 519 milioni di euro di disponibilità liquide all'inizio del periodo a circa 811 milioni di euro di disponibilità liquide alla fine del periodo, nel 2018 da 811 milioni di euro a 735 milioni di euro e nel 2019 da 735 milioni di euro a 694 milioni di euro.

Intesa Sanpaolo e UBI Banca prima della fusione: analisi dei principali indicatori

Con riferimento ad Intesa Sanpaolo, il TIER 1 *ratio* e il *common equity* TIER 1 *ratio* sono risultati buoni in termini assoluti e in costante crescita nel periodo preso in considerazione. Il rapporto *cost/income* risulta essere complessivamente diminuito grazie ad un efficientamento della gestione operativa, il ROE in costante aumento e il ROA stabile in tutti e tre gli anni. L'indice di rischio di sofferenze nette/finanziamenti verso clientela è risultato essere in costante diminuzione (aspetto positivo) e anche l'EPS è complessivamente diminuito (a causa della continua diminuzione del risultato di esercizio). Anche UBI si è presentata alla fusione con il TIER 1 *ratio* e il *common equity* TIER 1 *ratio* in costante crescita. Il rapporto *cost/income* risulta essere complessivamente diminuito, il ROE e il ROA in costante decremento nei tre anni (a causa principalmente della diminuzione del reddito netto). L'indice di rischio di sofferenze nette/finanziamenti verso clientela è continuamente diminuito nel periodo di analisi (aspetto positivo) e anche l'EPS è complessivamente diminuito.

Il settore finanziario

Con riferimento al settore bancario europeo, è possibile riscontrare un rallentamento in termini di valore totale degli *assets* (crescita nel periodo 2014-2017 e decrescita tra il 2018 e il 2019). Focalizzandoci maggiormente sul settore finanziario italiano, è possibile constatare un netto peggioramento in termini di attività generale di impiego e di raccolta tra il 2017 e il 2018. Tra il 2018 e il 2019, invece, l'attività di raccolta ha evidenziato un *trend* positivo mentre quella di impiego è continuata a diminuire. Infine, il numero di banche in Italia è costantemente diminuito nel periodo 2010-2019 e Intesa Sanpaolo e UBI Banca si sono presentate alla fusione essendo rispettivamente il primo e il quarto gruppo bancario del Paese.

Intesa Sanpaolo-UBI Banca: l'operazione di fusione

L'annuncio da parte di Intesa Sanpaolo S.p.A. di voler acquisire UBI Banca S.p.A. risale al 17 febbraio 2020. Infatti, nella data in questione, ISP ha emanato un comunicato in cui avrebbe offerto, sotto determinate condizioni, circa 4,9 miliardi di euro per l'acquisizione di UBI Banca. Entrando

nello specifico, il processo di acquisizione, si è sviluppato principalmente seguendo tre fasi chiave. La prima riguarda l'OPS (offerta pubblica di scambio) da parte di ISP sulla totalità delle azioni di UBI Banca, ordinarie e quotate presso Borsa Italiana S.p.A. Il corrispettivo stabilito per ogni azione di UBI Banca risultava essere pari a 1,7. La seconda riguarda l'accordo, una volta raggiunto il completamento dell'OPS, per la cessione a BPER di un ramo d'azienda del gruppo risultante dalla fusione (*remedies* richiesta dall'AGCM) e per la cessione ad UnipolSai Assicurazioni S.p.A. dei veicoli bancassicurativi in cui ISP possedeva una partecipazione. La terza ed ultima fase riguarda le approvazioni necessarie per completare l'operazione da parte della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia, dell'IVASS, della Consob e dell'AGCM. Dopo aver ottenuto le autorizzazioni in questione e dopo aver incrementato il corrispettivo (per ogni azione UBI, oltre a 1,7 azioni ISP anche 0,57 euro), l'OPAS è stata conclusa con una partecipazione superiore al 90% del capitale sociale di UBI. Infine, grazie ad un'OPA residuale e all'esercizio del diritto di acquisto sulle restanti azioni in circolazione, ISP ha ottenuto il 100% del capitale sociale di UBI.

L'impatto dell'operazione nei mercati finanziari

Anche in questo caso, grazie al confronto (ricostruzione su base 100) tra il valore dei titoli azionari di ISP e UBI e il principale indice di mercato italiano con riferimento al settore bancario (FTSE Italia Banche) è stato possibile individuare gli eventi ad aver maggiormente impattato sui mercati azionari. Dall'analisi è emerso che per Intesa Sanpaolo gli eventi legati all'operazione di fusione non hanno avuto alcun tipo di impatto, mentre gli eventi che hanno impattato maggiormente sul titolo azionario di UBI sono stati: l'annuncio della fusione (18 febbraio 2020), la comunicazione in merito all'aumento del corrispettivo offerto (20 luglio 2020), la conclusione dell'OPAS (28 luglio 2020 primi risultati e 31 luglio 2020 risultati definitivi) e il primo incontro positivo con i sindacati dal completamento dell'operazione per trattare il tema delle assunzioni (21 settembre 2020). Anche in questo caso l'evento ad aver impattato più di tutti è stato l'annuncio della fusione.

La valutazione nell'integrazione tra ISP e UBI: rapporto di cambio, ricostruzione della valutazione del metodo dei multipli e valutazione di sinergie e costi di integrazione

L'OPAS riguardante l'acquisizione di UBI da parte di ISP si è concretizzata ad un rapporto di cambio pari a 1,7 (oltre al corrispettivo in denaro di 0,57 euro per azione). Il rapporto in questione è stato ottenuto attraverso l'implementazione pratica di varie metodologie valutative: metodo basato sulle quotazioni di Borsa, metodo basato sulla regressione lineare, metodo basato sui multipli di mercato, metodologia basata sui prezzi *target* e il *Dividend Discount Model* (variante dell'*Excess Capital*).

Le cinque metodologie utilizzate hanno fornito i *range* riguardanti il rapporto di cambio nell'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo (il *range* finale in termini di rapporto di cambio stimato è risultato essere 1,511-1,728 nello scenario base e 1,511-2,008 in quello teorico).

Per il caso ISP-UBI è stato, poi, analizzato il metodo dei multipli fornendo un'ipotesi di valutazione. Dopo aver ricostruito l'intero calcolo che ha portato alla stima dei multipli P/E prospettico 2020 e 2021 per tutte le società comparabili, sono stati calcolati valore minimo, valore massimo, mediana e media come suggerisce l'approccio teorico. I valori appena citati sono stati, poi, confrontati con i rapporti P/E prospettico 2020 e 2021 riguardanti UBI. L'analisi mette in luce una certa vicinanza tra i valori medi delle società *comparables* (9,3 e 8,3) e quelli riguardanti la società *target* (9,6 e 8,9). In realtà, però, la valutazione finale della società bersaglio si discosta in maniera significativa e, infatti, la stima di UBI al corrispettivo risulta essere di 12,3 in termini di P/E prospettico 2020 e di 11,4 in termini di P/E prospettico 2021. È stato quindi ipotizzato che fossero stati presi in considerazione in parte anche i benefici sinergici generati dall'operazione. Risalendo al prezzo finale per azione attribuito a UBI, all'utile prospettico comprensivo di benefici sinergici, effettuando la differenza tra l'utile prospettico stimato comprensivo delle sinergie e quello privo dei benefici sinergici e dividendo il risultato per l'utile prospettico per azione comprensivo delle sinergie a regime, è stato possibile risalire alla percentuale delle sinergie a regime prese in considerazione nel P/E finale al corrispettivo a cui è stata valutata UBI, 22% con riferimento al 2020 e 24% con riferimento al 2021.

Infine, in questa operazione, le sinergie principali stimate sono risultate essere le sinergie di ricavo (aumento della produttività per cliente, maggiore efficienza e offerta di prodotti e servizi mirati) e le sinergie di costo (importante riduzione delle spese per il personale e maggiore efficienza con riferimento alle funzioni centralizzate). Sono stati stimati anche importanti costi di integrazione per raggiungere le sinergie descritte (soprattutto quelle di costo). Analizzando, poi, le tempistiche, è stata prevista, quindi, una realizzazione percentuale annua delle sinergie (senza contare i costi di integrazione) del 32,1% nel 2021, del 63,3% nel 2022, del 94,6% nel 2023 e del 100,0% nel 2024. Infine, togliendo al valore delle sinergie con impatto ante imposte, le tasse figurative è stato ottenuto il valore delle sinergie con impatto sull'utile netto, che rapportato al numero di azioni di UBI ha fornito l'impatto delle sinergie in termini di risultato netto per azione (a regime è pari a 0,432 euro).