



Corso di Laurea Magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea Magistrale

Il prezzo dell'OPA e il valore d'impresa

Relatore

Ch.mo Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Laureando

Riccardo Zottarelli

Matricola 872295

Anno Accademico

2022 / 2023

INDICE

INTRODUZIONE	III
INTRODUZIONE ALL’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO	1
1.1 GENERALITÀ SUGLI STRUMENTI E SUI MERCATI FINANZIARI	1
1.1.1 Particolari tipologie di operazioni effettuate all’interno dei mercati finanziari ...	9
1.2 L’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO: LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO	10
1.3 (SEGUE) IL PROCEDIMENTO DELL’OPA SECONDO LE DISPOSIZIONI DEL TUF	14
1.4 (SEGUE) TIPOLOGIE DI OPA E DISCIPLINA DELL’OPA OBBLIGATORIA	21
1.5 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO	30
I DRIVER DEL VALORE D’IMPRESA E IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI CRESCITA	33
2.1 PREMESSA	33
2.2 I DRIVER DEL VALORE D’IMPRESA	40
2.2.1 I flussi di cassa	40
2.2.2 Il reddito contabile	46
2.2.3 Il tasso di sconto	47
2.2.4 La struttura finanziaria aziendale e i costi del dissesto	54
2.2.5 I costi di agenzia	58
2.3 IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI CRESCITA NELLA DETERMINAZIONE DEL VALORE AZIENDALE	60
2.3.1 Il contesto macroeconomico e le aspettative di crescita	61
2.3.2 La situazione dell’impresa e le aspettative di crescita	70
2.4 LA CRESCITA AZIENDALE E LE SUE DETERMINANTI	72
2.5 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO	81
OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO NEI MERCATI FINANZIARI ITALIANI .	83
3.1 PREMESSA	83
3.2 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO ASSITECA SPA	84
3.3 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI BANCA DI CIVIDALE SPA	89
3.4 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI CERVED GROUP SPA	94
3.5 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI CIR SPA	98
3.6 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI EURO COSMETIC SPA	104
3.7 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI PITECO SPA	108
3.8 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO	113

LE RAGIONI ALLA BASE DI UN’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E IL PREZZO OPA.....	115
4.1 PREMESSA	115
4.2 L’IMPRESA QUOTATA BERSAGLIO DI UN’OPA LANCIATA DA UNA TERZA SOCIETÀ.....	116
4.3 L’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO LEGATA A INCOMPATIBILITÀ CON I MERCATI FINANZIARI	123
4.3.1 <i>I mercati pubblici e i mercati privati</i>	123
4.3.2 <i>Il ruolo giocato dal comportamento umano nella scelta di un investimento.....</i>	126
4.3.3 <i>L’incompatibilità del mercato public con piani aggressivi di crescita.....</i>	128
4.4 L’OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO LEGATA A SOTTOVALUTAZIONI DEL PREZZO.....	133
4.4.1 <i>Inefficienze dei mercati finanziari e fasi di euforia e depressione.....</i>	134
4.4.2 <i>L’offerta pubblica di acquisto in un contesto di sottovalutazione o sopravvalutazione del titolo</i>	136
4.4.3 <i>(Segue) Casistica particolare: L’OPA e i reati di insider trading e aggio</i>	140
CONCLUSIONI	143
APPENDICE I.....	147
RINGRAZIAMENTI	175
BIBLIOGRAFIA.....	177
SITOGRAFIA.....	179

INTRODUZIONE

È curioso, alle volte, il modo in cui i mercati finanziari, popolarmente conosciuti come borse valori, siano lo specchio del sistema economico per eccellenza, nonché un ottimo modo per osservare il comportamento delle persone. All'interno di questo luogo, infatti, avvengono diverse cose, le quali sono inevitabilmente legate a ciò che l'economia rappresenta, ovvero l'impiego delle risorse per ottenere il massimo beneficio con il minimo sacrificio: gli operatori di borsa, precisamente, effettuano operazioni di scambio con altri soggetti al fine di acquistare o vendere determinati titoli, con l'obiettivo di trarre il massimo profitto da queste transazioni, sia nel lungo periodo che nel breve o brevissimo periodo, nonché di minimizzare le possibili perdite a cui queste figure possono andare incontro, cercando al contempo di correre il minimo livello di rischio.

Come si può immaginare, tuttavia, nei mercati finanziari non avvengono solamente queste operazioni, che possono coinvolgere qualsiasi tipo di soggetto, tra cui la semplicissima persona fisica che cerca di impiegare in modo proficuo i propri risparmi attraverso l'acquisto di qualche titolo a basso rischio, bensì possono esservi poste in essere anche operazioni di portata ben più rilevante, come la quotazione (ovvero il momento in cui una società entra all'interno dei mercati finanziari) oppure il delisting (ovvero il momento in cui l'impresa rimuove i propri titoli dalla borsa o dalle borse in cui è quotata); dette operazioni assumono una connotazione molto più rilevante per l'impresa rispetto alle semplici negoziazioni giornaliere, in quanto esse producono effetti importanti sulla crescita della società e sulle modalità di finanziamento della stessa, nonché sulla composizione della proprietà aziendale.

Queste operazioni straordinarie, così come anche gli scambi che si possono osservare costantemente all'interno delle borse valori, avvengono sulla base di un determinato prezzo: la fase di quotazione di una società, infatti, si concretizza offrendo una certa quantità di azioni a un dato prezzo, così come le transazioni giornaliere vengono poste in essere sulla base di un ammontare ben preciso, sia che si tratti di acquisti che si tratti di vendite (a seconda del punto di vista di osservazione), così come la rimozione dei titoli dai mercati finanziari avviene offrendo ai possessori degli stessi una certa quantità di disponibilità finanziarie.

Le suddette operazioni, inoltre, avvengono per determinate ragioni: in primo luogo, i normali scambi durante le fasi di negoziazione continua (un concetto che verrà approfondito nel corso dell'elaborato) avvengono perché un soggetto, l'acquirente, è convinto che il prezzo di un titolo sia destinato a crescere, mentre un altro, il venditore, pensa che il corso di borsa

dello stesso strumento finanziario scenderà. In secondo luogo, le operazioni di quotazione avvengono solitamente perché la società ha la necessità di finanziarsi e ha deciso di non farlo tramite il classico finanziamento bancario, né con l'emissione di titoli di debito (le obbligazioni), bensì attraverso la diffusione di una certa quantità di patrimonio netto (sia che si tratti di nuove azioni emesse sia che si tratti di azioni già sottoscritte da un socio). Le operazioni di delisting, infine, vengono poste in essere e realizzate, oltre che con un'offerta pubblica di scambio, attraverso l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto, il quale sarà il tema centrale di tutto l'elaborato. In particolare, anche le cosiddette OPA avvengono per determinate ragioni, e il primo scopo del presente lavoro consiste nel cercare di comprendere quali possano essere le ragioni che spingono (o, in determinati casi, obbligano) una società a porre in essere un'offerta pubblica di acquisto.

Come è stato anticipato, tutte le attività che vengono poste in essere nei mercati finanziari, tra cui le offerte pubbliche di acquisto, presuppongono la determinazione di un prezzo: esso, chiaramente, dipende da diversi fattori, i quali sono, in ultima battuta, riconducibili a un solo numero, ovvero il valore intrinseco degli strumenti finanziari; questo numero dipende, anch'esso, da diversi elementi, da diversi *driver* del valore dell'impresa. In un mercato perfettamente efficiente, come si ricorderà meglio in seguito, i prezzi dei titoli quotati rispecchiano perfettamente il valore intrinseco degli stessi; essendo l'economia reale non perfetta, tuttavia, è ben possibile che si verifichino degli scostamenti tra questi due valori. Il secondo scopo dell'elaborato, pertanto, sarà quello di andare a comprendere quali sono le determinanti del valore di un'impresa, per poi cercare di estrarre le motivazioni per cui, nell'ambito dell'effettuazione di un'offerta pubblica di acquisto, il prezzo che viene proposto dall'offerente agli azionisti dell'emittente può essere diverso dal valore intrinseco dei titoli oggetto dell'operazione.

Potendo dare uno sguardo a quella che è la struttura dell'elaborato, all'interno del primo capitolo, dopo aver effettuato una panoramica sui principi di funzionamento e sulla struttura dei mercati finanziari, si cercheranno di comprendere le ragioni giuridiche che stanno alla base dell'offerta pubblica di acquisto, analizzando la normativa italiana di riferimento, contenuta all'interno del Testo Unico della Finanza, il TUF, e cercando di comprendere la ratio alla base di tale insieme organizzato di regole. In secondo luogo, all'interno del secondo capitolo dell'elaborato, dopo aver fatto una breve disamina dei metodi utilizzabili dalle società per stabilire il valore della propria azienda, si cercheranno di comprendere quali sono le determinanti vere e proprie del valore, effettuando un'analisi delle stesse e dando maggiore attenzione, in particolar modo, a qual è il ruolo che viene giocato dalle aspettative di crescita

della società; tutto ciò è necessario per iniziare a carpire quali sono gli elementi che influiscono sul prezzo proposto agli azionisti nel corso di un'offerta pubblica di acquisto. In terzo luogo, all'interno del terzo capitolo verrà effettuata un'analisi di alcune OPA poste in essere negli ultimi anni nei mercati finanziari italiani, con il fine ultimo di comprendere, secondo un metodo di ragionamento di tipo induttivo, le principali ragioni che possono spingere una società a rimuovere i propri titoli dalle borse valori. In quarto luogo, all'interno del quarto e ultimo capitolo si cercheranno di approfondire, utilizzando un approccio di tipo teorico, le motivazioni che saranno state dedotte all'interno del terzo capitolo, cercando anche di comprendere le ragioni secondo le quali il prezzo offerto nel corso dell'OPA può essere differente rispetto al valore intrinseco degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione, utilizzando come esempi i casi presi in considerazione nel corso del terzo capitolo.

Capitolo 1

INTRODUZIONE ALL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO

1.1 GENERALITÀ SUGLI STRUMENTI E SUI MERCATI FINANZIARI

Come già è stato accennato nell'introduzione, l'intero lavoro ruoterà intorno a un preciso istituto ben noto al mondo della finanza globale; tuttavia, per essere in grado di comprendere in cosa consiste un'offerta pubblica iniziale è doveroso, per prima cosa, effettuare un'introduzione ai mercati finanziari e agli strumenti finanziari. Essi, in un certo modo, possono essere definiti come il contesto all'interno del quale si trova la fattispecie oggetto di studio.

Innanzitutto, un mercato finanziario (o sede di negoziazione) è un “luogo”¹ in cui avviene l'incontro di domanda e offerta di strumenti finanziari, ovvero in cui ha luogo lo scambio di questi ultimi. Utilizzando termini più precisi, esso è dato dall'insieme degli organismi, degli strumenti e delle tecniche che favoriscono il trasferimento di mezzi finanziari dagli operatori che presentano un avanzo finanziario (coloro che acquistano) agli operatori che, al contrario, presentano un disavanzo finanziario (coloro che vendono o, per meglio dire, emettono)². Potendo dare un'ulteriore definizione, il termine mercato può essere utilizzato “per indicare, al contempo, il luogo in cui avvengono le contrattazioni, l'insieme delle persone che vi partecipano, il complesso delle negoziazioni relative a un determinato strumento finanziario, l'istituzione preposta ad agevolare tali negoziazioni ovvero l'insieme delle regole organizzative finalizzate alla realizzazione degli scambi”³.

Il primo tipo di operatori sono coloro che si trovano in una condizione di surplus finanziario, ovvero possiedono capacità finanziaria in eccesso (rispetto a quella loro necessaria per soddisfare i loro bisogni) che vogliono utilizzare ai fini di investimento; solitamente, tali soggetti sono rappresentati da persone fisiche o imprese. I secondi operatori, invece, sono quelli che si trovano in una situazione di fabbisogno finanziario, ovvero necessitano di capacità finanziarie finalizzate al soddisfacimento delle loro esigenze; solitamente, tali soggetti sono rappresentati da società o da stati sovrani.

¹ Il termine è stato posto all'interno di due apici in quanto in passato i mercati finanziari erano un luogo fisico, mentre oggi sono telematici e gli scambi, di fatto, avvengono tramite software informatici.

² BANFI A. (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, VIII ed., Isedi, Torino, 2020.

³ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

In secondo luogo e in termini un po' grezzi, uno strumento finanziario (o mezzo finanziario oppure, impropriamente, titolo) è un prodotto finanziario, ovvero una forma di investimento che possiede natura finanziaria; essi sono, in particolare, elencati tassativamente dal TUF, art. 1, c.2. Il termine tassativamente è stato utilizzato in quanto, in tale punto del decreto legislativo 58/1998 si dice che per strumento finanziario si intende qualsiasi strumento indicato nello stesso; facilmente, si può dedurre che la locuzione "nulla di più nulla di meno" è sottintesa. Ciò che si conclude è che entità scambiabili all'interno dei mercati finanziari sono tipizzate; in altre parole, non può esistere uno strumento finanziario che sia diverso da quelli nominati all'interno del TUF. D'altro canto, tuttavia, gli strumenti finanziari possono assumere forme pressoché illimitate, essendo essi "adattabili" alle esigenze specifiche dell'emittente (ovvero l'operatore in surplus, quel soggetto che introduce, che offre, uno strumento finanziario al mercato); data una struttura minima obbligatoria, essi possono includere caratteristiche alquanto eterogenee. Da un lato, quindi, ci si trova davanti a un elenco finito di tipi di strumento finanziario che possono esistere e, dall'altro, da titoli che, pur essendo riconducibili a una precisa fattispecie, possono assumere le caratteristiche più disparate, a seconda delle finalità e dalle situazioni specifiche che hanno portato l'offerente a emettere gli stessi. All'interno dell'elenco contenuto nel già noto articolo si possono trovare, a titolo esemplificativo, le azioni; le obbligazioni, i titoli di stato e gli altri titoli di debito; i contratti futures; i contratti di opzione; gli swaps⁴.

Tornando a parlare del mercato finanziario, l'interazione tra le due categorie di operatori può essere di due tipi, da cui scaturiscono altrettanti tipi di mercato, diretto e indiretto: all'interno del primo i soggetti effettuano gli scambi di titoli direttamente tra di loro, mentre nel mercato indiretto si ha un soggetto, chiamato intermediario finanziario, che si interpone tra le due parti. Il mercato diretto esiste solamente nella teoria, in quanto tutti i mercati finanziari esistenti sono della seconda tipologia: all'interno di essi, quindi, non agiscono direttamente gli operatori, bensì gli intermediari finanziari, che effettuano le transazioni per conto e secondo le richieste dei loro mandanti.

I mercati, successivamente, possono essere anche distinti in base alla novità dei titoli che vengono scambiati: i mercati primari sono quelli all'interno dei quali vengono effettuate le emissioni di nuovi strumenti finanziari, mentre i mercati secondari sono quelli in cui avvengono gli scambi dei titoli emessi. Nello specifico, i mercati primari soddisfano il fabbisogno finanziario degli operatori in deficit, in quanto qua è consentito loro di emettere nuovi mezzi finanziari che verranno acquistati dagli operatori in surplus. Sempre all'interno di questi, ad

⁴ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 1, c. 2.

ogni modo, gli operatori che acquistano i nuovi titoli emessi sono solitamente e per la maggior parte investitori istituzionali⁵, vale a dire intermediari finanziari che effettuano regolarmente e in modo cumulativo investimenti finanziari, essendo dotati di una elevata capacità finanziaria fornita loro da altri soggetti e, evidentemente, opportunamente gestita⁶. I mercati secondari, invece, consentono ai titoli emessi di essere liquidi⁷; questa, chiaramente, è una caratteristica imprescindibile per i titoli scambiati nei mercati, nonché per i mercati stessi. La liquidità degli strumenti finanziari è rilevante per consentire agli operatori di acquistarli e alienarli con facilità; inoltre, essa è necessaria per evitare che un certo prodotto finanziario⁸ subisca delle oscillazioni di prezzo rilevanti a causa della troppa domanda a fronte della poca offerta, o viceversa a fronte della troppa offerta a fronte della poca domanda. Situazioni di bassa liquidità potrebbero causare scostamenti dal valore potenziale di un'azione con il suo prezzo, creando sotto valutazioni o sopra valutazioni e portando quindi a problemi di arbitraggi di mercato⁹. Per ricalcare un'altra volta il peso assunto dalla liquidità è previsto uno speciale operatore, il cd. market maker, che ha l'obbligo di garantire la liquidità di un mercato assicurando, se necessario, l'acquisto o la vendita di determinati volumi di un determinato titolo.

Oltre agli investitori istituzionali e ai market makers, esistono altri tipi di operatori in un mercato finanziario. Si possono trovare, in primo luogo, i broker; essi sono intermediari finanziari che ricevono il mandato da un operatore di trovare una controparte per concludere una transazione. In secondo luogo, si possono trovare i dealer; essi sono soggetti che possiedono un portafoglio di titoli e che scambiano titoli per conto proprio. In particolare, essi fungono da controparte venditrice o acquirente quando un soggetto vuole acquistare o vendere un certo titolo (il market maker, infatti, è un particolare tipo di dealer); inoltre, acquistano e vendono strumenti finanziari per conto proprio.

I mercati, infine, si possono distinguere anche in base al modo in cui è organizzata la negoziazione; in questo contesto, si possono distinguere il mercato a ricerca autonoma, il mercato dei broker, il mercato dei dealer e il mercato ad asta. Il mercato a ricerca autonoma è un mercato (di tipo diretto) in cui ogni operatore cerca la propria controparte, come in una normale compravendita; in questa situazione, ad ogni modo, si hanno limiti per quanto riguarda

⁵ I principali sono banche, fondi di investimento, società di assicurazione, società di investimento a capitale variabile, fondi pensione.

⁶ Dal sito web: https://it.wikipedia.org/wiki/Investitore_istituzionale#cite_note-1, a sua volta da: GALLINO L., *Con i soldi degli altri. Il capitalismo per procura contro l'economia*, Einaudi, Torino, 2009.

⁷ La liquidità, infatti, è l'attitudine di una certa attività (tra cui gli strumenti finanziari) ad essere trasformata con facilità in mezzi di pagamento.

⁸ Si ricorda, infatti, che uno strumento finanziario fa parte della macro-categoria dei prodotti finanziari.

⁹ Questo tipo di situazione verrà trattato *infra*, quando si illustreranno le operazioni pubbliche di acquisto effettuate a causa di eccessive sotto valutazioni di uno specifico titolo.

la ricerca di un soggetto interessato e per quanto riguarda il prezzo, che non riflette il vero valore dei titoli scambiati ma è influenzato dal potere negoziale dei due soggetti.

Il mercato dei broker è un mercato in cui un operatore (acquirente o venditore che sia) ingaggia un broker di trovare una controparte disposta a chiudere una transazione con lui; il broker, in questo contesto, non è obbligato a concludere la transazione con il proprio mandante, in quanto ricopre semplicemente un ruolo di intermediario. Anche in questa situazione permangono i problemi esposti al punto precedente, i quali potrebbero solamente essere leggermente attenuati dalle conoscenze del broker.

Il mercato dei dealer è un mercato in cui un soggetto, detto appunto dealer, funge direttamente da controparte con l'operatore interessato a concludere una negoziazione, in quanto esso stesso possiede un portafoglio titoli. Un problema derivante da questo tipo di mercato deriva dal fatto che, essendo il dealer un soggetto privato, non è obbligato né ad acquistare né a vendere, in questo modo compromettendo potenzialmente la liquidità del mercato. Per risolvere questo problema, pertanto, entra in gioco la figura del market maker già illustrata prima, il quale si impegna a fare da controparte nelle transazioni di titoli nel caso in cui essi non siano sufficientemente liquidi. Questo tipo di mercato può essere detto "quote driven", in quanto il prezzo viene proposto dall'intermediario, che funge da controparte diretta per l'operatore: il dealer, infatti, propone, per ciascun titolo, un prezzo a cui è disposto a venderlo e uno a cui è disposto ad acquistarlo. Tali prezzi sono solitamente differenti e tale scostamento, detto anche spread denaro-lettera, rappresenta il guadagno del dealer¹⁰. Questa caratteristica, come si può intuire, fa sì che il mercato dei dealer presenti il medesimo problema legato al prezzo presente anche nei mercati a ricerca autonoma e dei broker: il prezzo finale di scambio, infatti, è scaturito innanzitutto da una proposta del dealer, e tale valore si aggiusta sulla base del potere contrattuale delle parti. Infine, anche in questo tipo di mercato permane la difficoltà legata alla ricerca di una controparte interessata, in quanto un operatore può benissimo non conoscere tutti i dealer presenti nel mercato e, anche conoscendoli tutti, potrebbe non essercene nessuno che propone un'offerta compatibile con le condizioni da lui ricercate.

Il mercato ad asta è un mercato la cui caratteristica principale è quella di concentrare in un unico luogo (che può essere fisico o meno e, nel secondo caso, si parla di mercato telematico) tutti gli operatori e i titoli scambiati da essi; la regola fondamentale di questo tipo di mercato è

¹⁰ In base a tale spread si possono determinare le aspettative del dealer: un prezzo bid o denaro (prezzo a cui il dealer è disposto ad acquistare) minore del prezzo ask o lettera (prezzo a cui il dealer è disposto a vendere) indica che il dealer si aspetta un aumento nel valore del titolo; viceversa se il prezzo bid è maggiore del prezzo ask. Lo spread bid-ask, inoltre, rappresenta un indicatore del rischio percepito dal dealer riguardo il mantenimento della posizione e, quindi, del suo rendimento richiesto per sopportare tale rischio.

che le proposte di acquisto al prezzo maggiore vengono abbinate con le proposte di vendita al prezzo minore. Può essere di due tipi, asta a chiamata oppure asta (o negoziazione) continua. Nel primo caso, nel corso della seduta di borsa si ha un certo intervallo di tempo in cui gli operatori possono proporre offerte di acquisto o offerte di vendita e il prezzo viene fissato, dopo lo scadere di tale intervallo, in modo da soddisfare il maggior numero di operatori. Nel secondo caso, invece, le proposte di acquisto vengono abbinate in via continuativa con le proposte di vendita e il prezzo si aggiorna automaticamente in base alle trattative che vengono concluse durante la seduta di borsa. Questi mercati possono essere definiti “order driven”, in virtù del fatto che il prezzo viene determinato dall’incontro della domanda e dell’offerta, quindi in maniera bilaterale, e non secondo del meccanismo proposta-accettazione presente nei mercati “quote driven”. I problemi presenti nelle precedenti categorie di mercati sono assenti in quest’ultima. I prezzi, in primis, vengono stabiliti secondo le basilari leggi della microeconomia, ovvero secondo la legge della domanda e dell’offerta; di conseguenza, possono essere definiti trasparenti, in quanto tutti gli operatori sono concentrati in un unico luogo e non sono presenti i cosiddetti outsiders. Il secondo problema, legato alla ricerca della controparte, viene annullato semplicemente leggendo la definizione di mercato ad asta: tutti gli investitori e gli emittenti sono concentrati in un luogo; inoltre, le proposte di tutti i soggetti vengono automaticamente abbinate dal sistema.

Un mercato ad asta, quindi, dovrebbe essere perfettamente efficiente, almeno in teoria. Un mercato, infatti, è efficiente quando tutti gli operatori dispongono di tutte le informazioni esistenti; questo, chiaramente, non è possibile nella realtà, di conseguenza i mercati ad asta limitano i problemi di trasparenza degli altri tipi di mercato, ma non li eliminano totalmente. Nella pratica, infatti, non tutte le informazioni sono disponibili e non tutti gli operatori possono permettersi tutte quelle note al mercato (basti pensare al costo di alcuni database utili a tal scopo); ciò dà luogo alle cosiddette asimmetrie informative, condizione secondo la quale le informazioni non sono distribuite in modo uniforme nel mercato. Si può semplicemente intuire che, nel momento in cui un soggetto possiede maggiori informazioni rispetto a un altro, il primo può capire in maniera più consapevole se il prezzo di un certo titolo è giustificato o meno, pertanto se investire o meno su di esso. Da questo ragionamento si può derivare il concetto di efficienza informativa: essa si manifesta nel momento in cui le informazioni disponibili nel mercato condizionano le aspettative degli operatori e, quindi, i prezzi dei titoli stessi. In altre parole, l’efficienza si ha quando i prezzi, a parità di altre condizioni, si formano in base alle informazioni disponibili nel mercato. Data questa definizione, l’efficienza informativa può essere debole, semi-forte oppure forte. Il primo livello di efficienza viene raggiunto quando i

prezzi riflettono completamente le informazioni passate, di tipo consuntivo. Il secondo livello, invece, viene raggiunto quando i prezzi riflettono tutte le informazioni che sono disponibili al pubblico. L'ultimo livello, infine, si ha quando i prezzi riflettono tutte le informazioni esistenti, anche quelle di natura privata, conoscibili nella realtà solamente da pochi soggetti.

L'efficienza nei mercati finanziari, oltre che informativa, può essere anche valutativa, raggiunta nel momento in cui i prezzi rispecchiano il valore intrinseco dei titoli, e tecnico-operativa, che si ottiene nel momento in cui il mercato rende meno oneroso lo scambio degli strumenti finanziari in termini di minori costi di transazione. In particolare, l'efficienza tecnico-operativa possiede diversi driver. Innanzitutto si ha lo spessore del mercato, tanto maggiore quanto maggiore è il range di prezzi degli ordini rispetto al prezzo di negoziazione in un certo istante. Successivamente si ha l'ampiezza del mercato, che indica quanti ordini sono presenti nel mercato per una certa fascia di prezzo in un certo momento. Ancora, l'elasticità è l'attitudine del mercato di generare nuovi ordini in seguito a variazioni di prezzo del titolo. Si ha poi la ben nota liquidità e, infine, la resilienza, ovvero la capacità del mercato di ripristinare il prezzo a seguito di ordini massicci eseguiti dai cosiddetti "noise traders", ovvero operatori che acquistano o vendono massicce quantità di un certo strumento finanziario per ragioni solitamente non di lucro¹¹.

Nel mondo finanziario reale, quando si parla di mercati finanziari, esiste una nozione tecnica generica, ovvero sede di negoziazione di strumenti finanziari, fornita dalla direttiva europea MiFID (abbreviazione per Markets in financial instruments directive). Tale termine comprende al suo interno diversi sistemi di scambio di titoli finanziari, ovvero i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione e gli internalizzatori sistematici; mentre i primi erano previsti anche all'interno della direttiva europea n. 22 del 1993, i secondi e i terzi non erano contemplati e si è dovuto attendere fino all'emanazione della MiFID¹².

In primo luogo, i mercati regolamentati¹³ sono mercati finanziari che possiedono delle caratteristiche ben precise; in particolare, un mercato è regolamentato se sono presenti regole per l'ingresso in esso, norme di funzionamento dello stesso, requisiti per quanto riguarda gli intermediari, requisiti per quanto riguarda la quotazione, precise regole concernenti la

¹¹ Dal sito web: <https://startingfinance.com/guide/mercati-finanziari-intermedio/efficienza-dei-mercati-finanziari/>

¹² FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

¹³ Il TUF, all'art. 1, c.1, lett. w-ter, definisce il mercato regolamentato come "un sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi.

trasparenza nei confronti degli operatori, ecc... In pochissime parole, sono le sedi di negoziazione caratterizzate dalle regole più stringenti. Per assicurare il rispetto di tali vincoli, anche nella tutela degli operatori stessi, all'interno dei mercati regolamentati (e, come si scoprirà successivamente, non solo in essi) esistono organi di vigilanza i quali, per l'appunto, vigilano sul corretto allineamento alle norme applicabili da parte del mercato e dei soggetti operanti al suo interno. In Italia, questo ruolo viene svolto dalla Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa) e dalla Banca d'Italia. La prima ha come principali obiettivi il contenimento del rischio e la tutela della concorrenza; la seconda, invece, si pone l'obiettivo di garantire la correttezza e la trasparenza degli intermediari finanziari operanti nelle sedi di negoziazione. Il mercato regolamentato deve, ad ogni modo, garantire la conoscenza delle regole applicabili all'interno dello stesso, di conseguenza deve esistere un regolamento che indica i comportamenti da tenere; esso, chiaramente, deve essere in linea con le direttive in merito ai mercati finanziari e all'intermediazione finanziaria. I soggetti che istituiscono i mercati regolamentati e ne gestiscono l'organizzazione e il funzionamento sono, in Italia, le società di gestione, imprese private¹⁴ organizzate secondo la forma societaria delle SpA, anche senza scopo di lucro¹⁵, il cui oggetto sociale può essere dato solamente dall'organizzazione e gestione di mercati, oltre alle attività connesse e strumentali alle principali¹⁶.

In secondo luogo, i sistemi multilaterali di negoziazione (o MTF, Multilateral trading facilities) e i sistemi organizzati di negoziazione (o OTF, Organised trading facilities) sono sedi di negoziazione che presentano caratteristiche simili ai mercati regolamentati (tant'è che il TUF li definisce allo stesso modo), ma che se ne differenziano a causa di vincoli e controlli meno stringenti rispetto a questi ultimi. Un altro aspetto diverso rispetto ai mercati regolamentati è il soggetto gestorio: gli MTF e gli OTF, infatti, possono essere anche creati e organizzati da società di investimento e da banche, oltre che da società di gestione. Più nello specifico, un MTF "consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dar luogo a contratti"¹⁷. Un OTF, invece, è "un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati,

¹⁴ Prima del D.lgs. 415/1996, detto anche "decreto Eurosim", i mercati regolamentati erano gestiti dal settore pubblico.

¹⁵ D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, art. 46, c. 1.

¹⁶ PATRONI GRIFFI A., SANDULLI M., SANTORO V., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.

¹⁷ Direttiva europea 15 maggio 2014, n. 65, "MiFID 2", art. 4, c. 1, par. 22.

quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti”¹⁸. Entrambi i sistemi di negoziazione, tra le altre cose, consentono alle parti di interagire al fine di porre in essere contrattazioni volte allo scambio di strumenti finanziari, nonché devono prevedere misure per garantire l’operatività degli stessi e per prevenire i rischi che possono minare quest’ultima; devono inoltre fornire svariate informazioni all’organo di controllo, la Consob¹⁹. Un sistema multilaterale, oltre agli elementi obbligatori che lo accomunano con un sistema organizzato, deve avere (tra le altre cose) regole non discrezionali per eseguire gli ordini e di un sistema volto a prevenire e gestire i rischi (in pratica l’equivalente di un sistema di controllo interno di un’impresa “convenzionale”). Come si intuisce, rispetto agli MTF i sistemi organizzati di negoziazione eseguono gli ordini in modo discrezionale; ciò significa che il gestore può decidere se e come abbinare due specifici ordini bid e ask (cioè di acquisto o di vendita), oltre a decidere se mantenere o ritirare un ordine dalla negoziazione. Un’altra differenza tra MTF e OTF contenuta nelle definizioni previste dalla direttiva MiFID 2 sta negli strumenti finanziari scambiabili all’interno dei due: negli MTF si possono scambiare “strumenti finanziari”, quindi non sembrano esserci limiti ai tipi di titoli negoziabili; negli OTF, invece, si parla solamente di obbligazioni, strumenti derivati, strumenti strutturati (una combinazione dei primi due) e quote di emissione. Alla luce del sistema organizzativo e gestorio degli OTF più flessibile, pertanto, si accompagna una minore diversificazione dei titoli negoziabili rispetto agli MTF.

In terzo luogo, l’internalizzatore sistematico è una piattaforma di negoziazione che viene gestita da intermediari finanziari appositamente abilitati; in particolare, la direttiva MiFID 2 stabilisce che è “un’impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione”²⁰, senza gestire al contempo un sistema multilaterale. Di conseguenza, questo intermediario raccoglie al suo interno gli ordini di acquisto e di vendita effettuati dagli operatori e li abbina in base alle varie compatibilità, senza rivolgersi a un mercato regolamentato per trovare la controparte acquirente o venditrice; in alternativa, abbina gli ordini dei clienti con i titoli che esso stesso detiene all’interno del proprio portafoglio. A differenza quindi dei mercati regolamentati e dei sistemi di negoziazione, i quali operano utilizzando un criterio multilaterale (ovvero gli operatori non effettuano una negoziazione con una singola controparte, ma vengono

¹⁸ Direttiva europea 15 maggio 2014, n. 65, “MiFID 2”, art. 4, c. 1, par. 23.

¹⁹ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, art. 65 bis.

²⁰ Direttiva europea 15 maggio 2014, n. 65, “MiFID 2”, art. 4, c. 1, par. 20.

abbinati in modo automatico alla prima compatibile), gli internalizzatori sistematici utilizzano un criterio bilaterale, ovvero una negoziazione diretta con la controparte interessata.

1.1.1 Particolari tipologie di operazioni effettuate all'interno dei mercati finanziari

Come enunciato all'inizio di questo paragrafo, all'interno dei mercati finanziari si effettua lo scambio degli strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni, titoli di stato, nonché di prodotti più particolari come i warrant, le opzioni, i futures, gli swaps. Oltre alle classiche operazioni di acquisto e di vendita, tuttavia, nei mercati possono avere luogo anche operazioni decisamente meno ordinarie, più complesse e con il maggiore impatto sulle società i cui titoli sono oggetto di tali manovre; esse sono dette offerte pubbliche²¹ e sono di diverse tipologie, a seconda di vari fattori.

L'IPO (*initial public offer*) è l'offerta pubblica iniziale, la quale viene lanciata da una società che per la prima volta vuole quotarsi su un mercato finanziario; in questo caso la società offre agli investitori, solitamente investitori istituzionali, parte delle proprie azioni già possedute dai soci oppure nuove azioni scaturenti da un aumento di capitale. Si nota che in entrambi i casi gli attuali azionisti/soci dell'impresa vanno a diluire la propria partecipazione: nel primo caso, infatti, essi cedono parte delle proprie azioni, le quali diventeranno il flottante circolante all'interno del mercato finanziario; nel secondo caso, invece, le nuove azioni, emesse e acquisite dai nuovi investitori, faranno comunque diluire la quota di capitale sociale posseduta da ciascun socio. L'offerta pubblica di sottoscrizione è l'offerta pubblica tramite cui una società propone agli operatori in surplus finanziario di acquistare nuove azioni di nuova emissione da parte della società; in questa situazione, chiaramente, predetta impresa deve essere già stata ammessa alla quotazione, senno si configurerebbe una IPO. L'offerta pubblica di vendita, invece, è l'offerta che viene rivolta al mercato tramite la quale gli azionisti propongono la vendita di azioni già emesse e in loro possesso; anche in questa situazione, ovviamente, la società deve essere già quotata per non ricadere nella fattispecie della IPO. È possibile, per una società, effettuare una offerta pubblica di acquisto e di vendita, la quale consiste essenzialmente in una combinazione delle due precedenti offerte. Altra tipologia di offerta pubblica è quella di scambio, con cui si propone agli azionisti di scambiare le proprie azioni con quelle di un'altra

²¹ Un'offerta pubblica, secondo il TUF, art. 1, c.1, lett. t, è "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere se acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati".

società; questa viene fatta, ad esempio, per effettuare una operazione di acquisizione e, al contempo, di cessione di tutta o di parte della proprietà dell'azienda. Infine può esserci l'offerta pubblica di acquisto, di cui si parlerà in maniera più approfondita nei successivi paragrafi.

1.2 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO: LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO

L'offerta pubblica di scambio (OPA) è una proposta, rivolta a un'indefinita quantità di detentori di strumenti finanziari emessi da una società, di vendere tali titoli a un certo prezzo all'offerente (cioè il soggetto che propone l'OPA)²². Il TUF, all'art. 1, c. 1, lett. v, dispone che l'OPA è “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto [...] di prodotti finanziari”²³; essi, al fine di far ricadere l'offerta pubblica nella fattispecie dell'OPA (e quindi ad assoggettarla alla relativa disciplina) devono essere rivolti a un numero di soggetti almeno pari a 150 e il valore dei titoli deve essere di ammontare complessivo superiore a €5 milioni. Per quanto riguarda questa seconda condizione, si considerano tutte le offerte con oggetto lo stesso prodotto finanziario effettuate negli ultimi 12 mesi)²⁴. Le condizioni di quantità di destinatari e di ammontare dell'offerta servono per garantire, con la prima, che si abbia concretamente un'offerta al “pubblico” mentre, con la seconda, che l'operazione abbia una certa rilevanza economica, anche per una questione di convenienza minima nell'effettuare la stessa (questo tipo di manovre, essendo particolarmente complesse, richiedono un certo investimento di denaro solo per poterle intraprendere). Questo ultimo aspetto viene evidenziato anche dall'art. 35-bis del Regolamento Emittenti²⁵, il quale elenca quali sono le offerte pubbliche che non ricadono nella disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, utilizzando come criteri il valore degli strumenti oggetto dell'offerta, la natura dei titoli offerti e il tipo di soggetto offerente²⁶. Operazioni pubbliche di acquisto effettuate in passato, infatti, hanno avuto come fulcro l'acquisto, oltre ad azioni ordinarie, anche di warrant,

²² MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

²³ L'inserimento, oltre alla parola “offerta”, dei termini “invito a offrire” e “messaggio promozionale” consente al legislatore di includere qualsiasi elemento che ha, in qualsiasi modo, il potere di influenzare la volontà dell'investitore e indurlo a effettuare il disinvestimento (in caso di OPA) o la modifica del proprio portafoglio (in caso di offerta pubblica di scambio o di offerta pubblica di acquisto e di scambio).

Il legislatore, quindi, vuole includere comportamenti che, seppur nella sostanza abbiano gli effetti sopra riportati, consentano di eludere la normativa in questione al fine di, evidentemente, trarne vantaggi impropri ai danni di diversi soggetti, primi tra tutti gli investitori. Da: FAUCEGLIA G. (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Giappichelli, Torino, 2010.

²⁴ *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, “Regolamento emittenti”, art. 34-ter, lett. a e c.*

²⁵ In particolare, *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, “Regolamento emittenti”.*

²⁶ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

come nel caso di quella avvenuta a inizio 2023 tra Nice Footwear SpA e Holding Stilosa SpA, dove la seconda ha acquistato i titoli emessi dalla prima²⁷.

Come si può comprendere dalle precedenti frasi, l'oggetto dell'offerta è data da "prodotti finanziari" intesi in senso generico, se non per l'eccezione contenuta sempre nell'articolo 1, c. 1, lett. v, che esclude dalla disciplina delle OPA l'offerta che ha per oggetto i titoli emessi dalle banche centrali degli stati della comunità europea; di conseguenza, possono essere oggetto di OPA non solo le azioni, bensì (quasi) tutti i titoli negoziati nei mercati finanziari²⁸, nonché qualsiasi forma di investimento di natura finanziaria (i già noti prodotti finanziari). D'altro canto, tuttavia, all'art. 101-bis, c. 2, del TUF, si definiscono i titoli, ovvero "gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria"²⁹. Tale definizione, per di più, è valida "ai fini del presente capo"³⁰, di conseguenza valida per tutta la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto. L'intento del legislatore, in questa situazione, è quello di ricomprendere nella disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto il maggior numero di fattispecie concrete possibili, anche in ragione del fatto che si vuole evitare che i destinatari dell'offerta compiano la decisione di alienazione e di ottenimento delle informazioni secondo un procedimento diverso da quello previsto dal TUF³¹. Per fare questo, di conseguenza, individua l'ambito oggettivo di applicazione degli articoli in materia di OPA nei prodotti finanziari che possono attribuire il diritto di voto in assemblea ordinaria o straordinaria, anche se solo per determinate questioni.

²⁷ Dal sito web: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa>.

²⁸ In passato, secondo l'art. 205 del TUF le offerte di acquisto di strumenti finanziari non potevano costituire offerta pubblica di acquisto o di scambio se ricorrevano delle specifiche condizioni, contenute nell'art. 2, c. 3, del Regolamento emittenti della Consob (Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971). In particolare, il sistema di negoziazione doveva prevedere innanzitutto un documento di ammissione alla negoziazione (prima della stessa), il quale doveva contenere informazioni sufficienti per consentire agli investitori di avere una conoscenza adeguata della situazione patrimoniale, economico-finanziaria e prospettica della società in questione; tale documento di ammissione doveva anche contenere l'avvertenza che lo stesso non era sottoposto al veto della Consob. Inoltre, durante le negoziazioni il sistema doveva rendere accessibili agli investitori informazioni tali da permettere loro la formulazione di un giudizio sull'investimento.

Il giorno 17 luglio 2013, tuttavia, la Consob ha emanato la delibera 18.612/2013, la quale ha abrogato il terzo comma dell'art. 2 del Regolamento; la limitazione prevista dall'art. 205 del TUF, pertanto, sembra non essere più valida.

²⁹ Tra i titoli muniti di diritto di voto, non si capisce se debbano essere inclusi anche gli strumenti partecipativi menzionati all'art. 2346, c. 6, del Codice Civile, in quanto tale comma prevede testualmente che è "escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti". L'incertezza è data dal fatto che l'art. 2351, c. 5, del Codice Civile, dice che tali strumenti partecipativi "possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati". Se si decide di seguire il primo articolo, tali strumenti non possono essere inclusi nella definizione di "titoli" di cui all'art. 101-bis del TUF, viceversa seguendo il secondo articolo. Da: MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014. Secondo il personale parere di chi scrive, tuttavia, sarebbe da preferire l'utilizzo dell'art 2351 cc, in quanto si potrebbe ampliare il numero di operazioni soggette alla normativa del TUF sulle OPA.

³⁰ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 101-bis, c. 2.

³¹ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

Inoltre, il legislatore del Testo unico della finanza ha voluto creare questa disciplina specifica per evitare una generica applicazione delle norme riguardanti l'offerta al pubblico (art. 1336 del Codice Civile), l'invito ad offrire (art. 1326 del Codice Civile) oppure altre forme di contratti con il pubblico. Quindi, il legislatore ha voluto includere il maggior numero di operazioni pubbliche di acquisto all'interno di una legislazione specifica per evitare l'applicazione della più generica normativa civilistica, la quale, peraltro, garantirebbe una minore protezione degli investitori interessati dall'offerta³², nonché dei soci di minoranza contrari alla stessa.

La normativa che disciplina l'offerta pubblica di acquisto è contenuta nel TUF, in particolare alla parte IV ("Disciplina degli emittenti"), titolo II ("Appello al pubblico risparmio"), capo II ("Offerte pubbliche di acquisto e di scambio"); tale capo, inoltre, è diviso in due sezioni, "Disposizioni generali" (o disciplina generale) e "Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie" (o disciplina speciale), le quali contengono gli articoli dal 101-bis al 112: la prima sezione gli articoli dal 101-bis al 104-ter, la seconda gli altri. È importante specificare come la disciplina generale contenga norme che sono mirate a garantire la trasparenza durante il procedimento dell'offerta pubblica di acquisto, nonché la correttezza dello stesso³³. Queste poche parole racchiudono la volontà del legislatore, esprimibile nell'intenzione di garantire una parità di trattamento per tutti gli investitori partecipanti a tutte le OPA. Tutto ciò è anche interpretabile con una chiave di lettura diametralmente opposta: la regolamentazione del procedimento e delle informazioni che devono essere fornite (ai fini di garantire un'operazione adeguatamente trasparente) è fatta con lo scopo di evitare che il management possa, in qualche modo, "approfittare" di un investitore non esperto e non adeguatamente informato. In ultima analisi, è possibile concludere che questo insieme di norme viene posto in essere a tutela degli azionisti (che non necessariamente possiedono le giuste conoscenze in termini di OPA). Per quanto riguarda la disciplina speciale, invece, essa è volta a regolare quelle ipotesi in cui un'operazione pubblica di acquisto non determini solamente una partecipazione nella società emittente, ma anche il controllo della stessa. In questa situazione, il legislatore è sempre alla ricerca di fornire una tutela ad alcuni soggetti, tuttavia in questo caso l'attenzione è rivolta agli interessi degli investitori di minoranza, i quali sono normalmente esclusi dalle scelte compiute dagli organismi di governance aziendale. Tali articoli, inoltre, recepiscono la direttiva europea n. 25 del 2004 (chiamata per semplicità "Direttiva OPA") emanata proprio per regolare, a livello europeo, tale istituto dei mercati finanziari.

³² MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

³³ FAUCEGLIA G. (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Giappichelli, Torino, 2010.

Iniziando la disamina della normativa, innanzitutto l'art. 101-bis è il primo articolo della disciplina generale delle OPA e fornisce una serie di definizioni, quali società italiane quotate e titoli, nozioni fondamentali per poter andare a comprendere l'ambito applicativo della disciplina (ricordando, ad ogni modo, la definizione di OPA all'art. 1 del TUF). Inoltre, sono contenuti commi che delineano con maggiore precisione il confine della normativa e che affidano alla CONSOB il compito di vigilare su tale linea di demarcazione, nonché la facoltà, attribuita alla stessa al comma 3-bis, di individuare le OPA che hanno per oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli e che, pertanto, possono essere esentate, in tutto o in parte, dall'applicazione delle norme seguenti. In particolare, le OPA su prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari devono essere effettuate con modalità che devono essere stabilite con la Consob caso per caso³⁴.

Come si può ben immaginare e facilmente comprendere, l'evoluzione delle economie degli stati sovrani e le crescenti interrelazioni tra gli stessi hanno portato al ben noto fenomeno della globalizzazione, la quale ha investito inevitabilmente anche i mercati finanziari; molto frequentemente, infatti, si sente parlare di società quotate in diversi mercati regolamentati, essi spesso in diversi stati. Differenti stati, tuttavia, significano anche differenti legislazioni in materia di diritto dei mercati finanziari, diritto bancario, diritto degli intermediari finanziari, ma anche branche del diritto di matrice più ampia, come diritto dei contratti oppure diritto societario; diversi aspetti legati ai mercati finanziari possono, pertanto, essere regolamentati da diverse fonti normative, anche di stati differenti. Uno di questi aspetti, chiaramente, può riguardare anche l'offerta pubblica di acquisto; una società, infatti, potrebbe essere quotata in diversi mercati finanziari, oppure, per esempio, potrebbe essere quotata semplicemente in un mercato regolamentato diverso da quello in cui ha la propria sede legale. Esiste poi il fatto che, di per sé, l'OPA è un istituto che possiede diverse fonti normative, a prescindere dallo stato di cui si parla. È per tutte queste ragioni che, prima il legislatore europeo con la direttiva europea 25/2004, art. 4, e poi il legislatore italiano con l'inserimento dell'art. 101-ter del TUF, hanno provveduto a regolare il diritto applicabile alle operazioni cd. *cross-border*. In particolare, suddetto articolo dispone innanzitutto che la Consob è l'autorità di vigilanza preposta alla sorveglianza delle operazioni pubbliche di acquisto e/o di scambio di cui al c. 3 dello stesso articolo. In concreto, l'articolo utilizza due criteri per definire se la vigilanza di un'OPA è di competenza della Consob o degli organi di un altro stato, ovvero la sede legale della società emittente e la sede dei mercati regolamentati in cui sono negoziati i titoli oggetto di acquisto;

³⁴ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

sulla base di questi due parametri si riesce a definire l'organo di vigilanza preposto al controllo della specifica operazione. Sia la direttiva europea che gli articoli del TUF di recepimento, tuttavia, non esauriscono le possibilità che si possono invece incontrare nella pratica, in quanto nulla viene detto per quanto riguarda i paesi extracomunitari, non soggetti quindi alle normative del Parlamento europeo. Per poter risolvere il problema si può fare riferimento allo scopo della normativa italiana sull'OPA: essa, infatti, è finalizzata, tra le altre cose, a tutelare gli investitori, per cui si dovrebbe applicare nei casi in cui l'OPA sia rivolta ad almeno 150 soggetti residenti in Italia, anche se la società offerente non svolge alcun tipo di attività promozionale e/o offerta specificatamente in Italia. D'altro canto, tuttavia, se l'offerente non redige la documentazione d'offerta in conformità con il TUF non può "svolgere alcuna attività promozionale e/o di carattere informativo in Italia"³⁵. Di conseguenza, l'offerta può essere indirizzata a investitori italiani anche se l'offerente non sottopone il documento di offerta alla Consob secondo la normativa italiana; in questo caso, comunque, l'offerente non può effettuare attività promozionale in Italia³⁶. Sempre secondo lo stesso pensiero, nelle OPA che teoricamente coinvolgono anche azionisti italiani, l'offerente sceglie volontariamente di escludere tali investitori, proprio per evitare la soggezione dell'operazione al diritto italiano³⁷. In particolare, l'offerente potrebbe non informare gli investitori dell'operazione in corso, evitando di dare loro ogni sorta di comunicazione; altrimenti, potrebbe escludere *in toto* tali soggetti dall'offerta, non includendoli tra i destinatari della stessa. Sempre secondo la comunicazione della Consob citata, tuttavia, gli investitori residenti in Italia pur non essendo destinatari di un'offerta pubblica in quanto promossa esclusivamente in altri ordinamenti, possono comunque cedere, spontaneamente, le proprie azioni al soggetto offerente³⁸.

1.3 (SEGUE) IL PROCEDIMENTO DELL'OPA SECONDO LE DISPOSIZIONI DEL TUF

A partire dall'art. 102 del TUF i contenuti delle norme assumono un carattere più tecnico, invece che generico. Osservando i precedenti due articoli, infatti, si è potuto comprendere come tali disposizioni sono rese necessarie per delineare l'ambito di applicazione dei precetti

³⁵ Comunicazione Consob del 24 settembre 2007 n. DEM/7085669.

³⁶ MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

³⁷ Questo in ragione del fatto che le norme nazionali sull'OPA si estendono tendenzialmente anche al di fuori dei confini territoriali.

³⁸ Comunicazione Consob del 24 settembre 2007 n. DEM/7085669.

contenuti in questo capo del TUF, ovvero i destinatari della disciplina e anche la competenza nei casi di operazioni transfrontaliere.

Calandosi nello specifico, l'art. 102 prevede una serie di obblighi ricadenti sulla società offerente, nonché i poteri che la Consob possiede in questo particolare contesto. Innanzitutto, la società che ha intenzione (o che ha l'obbligo) di lanciare un'OPA deve informare tempestivamente la Consob attraverso una specifica comunicazione³⁹, la quale deve stabilire le modalità con cui l'offerta deve essere resa nota al pubblico, nonché il contenuto della stessa; inoltre, la società ha altresì l'obbligo di rendere pubblico tale intento/offerta, al fine di portare a conoscenza di tutti gli investitori della possibilità data loro di disinvestimento, oltre per una necessità di trasparenza verso il mercato. Una condizione che è stata posta come necessaria per poter effettuare un'OPA è quella, per l'offerente, di possedere mezzi finanziari sufficienti a effettuare il pagamento dell'intero costo dell'acquisto⁴⁰. Questa scelta della Consob ha da trovare giustificazione nello scoraggiare offerte pubbliche di acquisto lanciate da soggetti che non sono realmente in grado di assolvere agli obblighi di versamento delle somme per estinguere il debito nei confronti degli investitori⁴¹. Dopo aver reso pubblica l'offerta la società deve informarne anche i rappresentanti dei lavoratori; si nota che in questo caso non è sufficiente la conoscibilità dell'offerta fornita con la pubblicità, ma è necessaria una vera e propria comunicazione, al fine di evitare, in qualsiasi caso, una mancata conoscenza dell'offerta da parte dei sindacati e, in ultima battuta, dai lavoratori. In questo contesto è chiara la volontà di garantire la tutela dei lavoratori⁴².

Ora, l'art. 102 prosegue al quarto comma, il quale prevede un termine di decadenza di 20 giorni dalla data di presentazione alla Consob entro cui la società deve presentare, sempre alla Consob, il documento d'offerta; nel caso di mancato rispetto del termine l'offerta decade e la società che ha lanciato l'OPA non può ripetere l'operazione (chiaramente con riferimento ai medesimi strumenti finanziari) per un periodo non inferiore a dodici mesi. Il documento di offerta, in particolare, è quel documento contenente tutte le informazioni riguardanti l'offerta pubblica di acquisto che sono necessarie agli investitori per definire un loro giudizio circa la convenienza o meno della sollecitazione al disinvestimento; tale finalità è espressa dallo stesso

³⁹ Il contenuto della comunicazione dell'offerta è definito all'interno del Regolamento emittenti della Consob. A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, tale comunicazione deve contenere l'indicazione dell'offerente e dell'emittente; il corrispettivo offerto per ciascuno strumento; le condizioni dell'offerta; le ragioni alla base dell'offerta. Da: *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti"*.

⁴⁰ *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti", art. 37-bis.*

⁴¹ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

⁴² Essi, infatti, potrebbero venire danneggiati dalla buona riuscita dell'offerta: ad esempio, il nuovo proprietario potrebbe decidere di mettere in atto una riorganizzazione aziendale, effettuando diversi licenziamenti.

art. 102 al c. 4. Il medesimo comma accenna anche al fatto che il contenuto deve essere approvato dalla Consob entro 15 giorni dalla presentazione⁴³; essa, inoltre, può richiedere all'offerente l'invio di informazioni integrative, particolari garanzie o modalità di pubblicazione del documento di offerta e, in questo caso, il suddetto termine viene sospeso. Il comma 4-bis fa riferimento al caso di offerta pubblica di scambio (non di interesse in questa sede), mentre il quinto prevede che, una volta pubblicato il documento di offerta, esso sia comunicato ai rappresentanti dei lavoratori, esattamente come per la comunicazione dell'offerta.

L'articolo, infine, predispone alcuni specifici poteri in capo alla Consob nel periodo in cui l'offerta non è ancora definitiva perché non approvata. In particolare, essa può sospendere l'offerta in via cautelare se esiste il sospetto di violazioni di norme riguardanti l'OPA; può poi sospendere l'offerta (per un massimo di 30 giorni) se vengono scoperti dei fatti di rilevanza tale da non permettere la formazione di un giudizio da parte degli azionisti; può dichiarare decaduta l'offerta se vengono accertate violazioni di norme in materia di OPA.

Dopo aver determinato degli specifici obblighi in capo all'offerente e le condizioni di idoneità di comunicazione e documento d'offerta, il capo del TUF relativo all'OPA, tramite l'art. 103, disciplina il procedimento della stessa. Innanzitutto è previsto che "l'offerta è irrevocabile" dal momento in cui viene effettuata la comunicazione della stessa alla Consob e agli investitori⁴⁴. Ciò che rileva, quindi, è la prima attività che l'offerente compie in merito all'OPA, cioè la presentazione della comunicazione dell'offerta⁴⁵. L'irrevocabilità dell'offerta, ad ogni modo, non è assoluta: il legislatore, infatti, permette all'offerente di applicare delle particolari clausole contenenti condizioni risolutive che scattano al verificarsi (o al non verificarsi) di determinati eventi. Chiaramente, queste condizioni non possono essere puramente arbitrarie, in quanto altrimenti verrebbe meno l'irrevocabilità dell'offerta. Inoltre, l'offerta pubblica di acquisto può essere revocata nel caso in cui abbia luogo l'eccessiva onerosità sopravvenuta della prestazione, ai sensi dell'art. 1467 del Codice Civile⁴⁶.

Sempre al primo comma dell'art. 103 il legislatore esprime uno dei principi cardine attorno al quale ruota la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto: essa, infatti, deve essere rivolta alle

⁴³ Nel TUF viene specificato che tale termine è pari a 30 giorni nel caso di prodotti finanziari non quotati oppure non diffusi tra il pubblico; con tutta probabilità la ragione di questa differenza sta nel fatto che la Consob ha bisogno di più tempo per accertarsi che le informazioni siano sufficienti per gli investitori.

⁴⁴ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

⁴⁵ MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

⁴⁶ Al primo comma dell'articolo, il codice dice che "nei contratti [...], se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto".

medesime condizioni a tutti i possessori degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta. Da ciò deriva che se l'offerente aumenta il corrispettivo per un azionista, tale aumento deve essere esteso a tutti gli altri investitori, per garantire condizioni uguali a tutti; è questa la "best price rule". D'altro canto, tuttavia, il legislatore ha previsto che la parità di trattamento deve interessare tutti i possessori dei prodotti finanziari che "formano oggetto" dell'offerta; di conseguenza, quando viene detto che l'offerta deve essere rivolta a tutti gli azionisti, non dice che deve riguardare tutti gli azionisti possessori di *qualsiasi* tipo di azione, ma che devono essere inclusi nell'offerta tutti gli investitori che possiedono quello *specifico* tipo di azione oggetto della stessa. Potendo utilizzare altre parole, quindi, la società che propone l'OPA al mercato finanziario può limitare la stessa solo ad alcune tipologie di titoli, non a tutti in maniera indistinta⁴⁷.

Il principio di parità di trattamento, tuttavia, può comportare uno svantaggio per l'offerente. Facendo un passo indietro, gli investitori non sono tutti uguali, infatti fissano prezzi di riserva⁴⁸ diversi, alcuni più alti e alcuni più bassi. Dovendo offrire lo stesso prezzo a tutti gli azionisti, tuttavia, l'offerente pagherà ad alcuni soggetti un prezzo superiore a quello che essi si aspettano, sostenendo di fatto un maggiore costo di acquisizione. Tale costo non verrebbe sostenuto nel caso in cui la società acquirente ottenesse tutti i titoli singolarmente da ciascun soggetto attraverso trattative private; questa ipotesi, tuttavia, oltre a essere di fatto irrealistica, comporterebbe enormi costi di transazione semplicemente per trovare i venditori. Inoltre, ciò farebbe lievitare il prezzo di listino di tale titolo in quanto i venditori, conoscendo le intenzioni della società offerente, pretenderebbero un maggiore importo per alienarli e, in estremo, non li venderebbero nemmeno per aspettare offerte ancora maggiori, bloccando di fatto la scalata della società. Si capisce, pertanto, che, nonostante il maggiore costo di acquisizione rispetto ad alcuni prezzi di riserva che viene sostenuto dall'offerente, la parità di trattamento consente di ridurre di molto i costi di transazione che si avrebbero con una serie di singole trattative.

Al terzo comma, l'art. 103 prevede che l'organo responsabile dell'attività dell'impresa debba redigere un documento⁴⁹ che contenga ogni informazione utile per valutare l'offerta, nonché una propria valutazione sulla stessa e sugli effetti che avrebbe (se andasse a buon fine) sui dipendenti, sulle sedi produttive e "sugli interessi dell'impresa". Queste informazioni, data la natura delle stesse, devono essere condivise con i rappresentanti dei lavoratori. Tale

⁴⁷ MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

⁴⁸ Il prezzo di riserva è il prezzo al di sotto del quale un soggetto non è disposto a vendere il proprio titolo; in altri termini, è il prezzo minimo che accetta per vendere la propria attività.

⁴⁹ Questo comunicato deve essere redatto secondo le regole contenute all'interno del Regolamento emittenti, in particolare all'art. 39, c. 1.

comunicato deve concludersi con il parere dell'offerente circa la convenienza per gli azionisti ad aderire o meno all'offerta pubblica; a seconda della positività o meno, l'offerta si dirà amichevole se per gli investitori è conveniente disinvestire, ostile in caso contrario⁵⁰. Infine, l'articolo prevede che la Consob ha la facoltà, tra le altre cose, di regolare il contenuto dell'offerta, nonché il rispetto della correttezza e della trasparenza delle operazioni effettuate.

Come anticipato precedentemente, l'OPA può non essere sempre "amichevole"; si potrebbe essere, infatti, in presenza di una cosiddetta OPA ostile, nella quale la governance aziendale della società target potrebbe trovarsi in disaccordo con l'operazione, per le più disparate ragioni. Il legislatore ha pertanto ritenuto necessario tutelare l'offerta da atti o manovre che possano danneggiare o, comunque, compromettere l'efficacia della stessa, e lo fa attraverso l'art. 104 del TUF, denominato proprio "difese". Tale disciplina, inoltre, è fondamentale soprattutto nell'ambito delle OPA che mirano a ottenere il controllo della società target. Scendendo nei particolari, il primo comma dell'articolo prevede che la società oggetto dell'offerta non può "compiere atti che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta"⁵¹, a meno di un'autorizzazione dell'assemblea dei soci; è questa la cosiddetta "passivity rule", secondo la quale le uniche misure difensive che l'impresa può adottare devono prima essere autorizzate dall'assemblea dei soci⁵². La ragione di questa scelta è chiara: nel contesto di un'operazione che punta a modificare radicalmente la compagine sociale e la distribuzione dei poteri della società target, il legislatore vuole attribuire una sorta di "diritto di scelta" ai soci della stessa, ponendo in capo a loro il potere di decidere o meno se adottare misure difensive contro l'offerta. Tale scelta, in un certo senso, può anche essere un indicatore preventivo del possibile esito dell'offerta pubblica di acquisto: se l'assemblea autorizza il consiglio di amministrazione⁵³, con tutta probabilità i soci dicono contrari all'OPA, viceversa se non concede la propria autorizzazione. La regola della passività, inoltre, deve essere applicata anche alle decisioni che sono state prese dalla società target prima dell'apertura dell'OPA ma che non sono state ancora

⁵⁰ L'ostilità può derivare anche dal fatto che la società che lancia l'OPA non ha concordato con la società target la volontà di effettuare detta operazione, e la governance di quest'ultima si trova in disaccordo con la manovra.

⁵¹ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 104, c. 1.

⁵² Le misure difensive che sono oggetto della passivity rule possono essere raggruppate in diverse categorie. Innanzitutto si hanno gli atti che puntano ad accrescere la quantità di mezzi finanziari necessari per acquistare il numero di azioni obiettivo dell'offerta (quindi, di fatto, che fanno aumentare il prezzo o il numero delle azioni). Successivamente si hanno gli atti che puntano a modificare la composizione patrimoniale della società target. Infine si hanno comportamenti di disturbo che possono di fatto rendere difficile il raggiungimento dell'obiettivo preposto dalla società offerente. Da: *Comunicazione Consob del 18 maggio 1999 n. DAL/99039392*.

⁵³ Nel caso di sistema di governo societario di tipo dualistico si parlerà del consiglio di gestione, mentre nel caso di sistema monistico si continuerà ad avere il consiglio di amministrazione. Per semplicità d'ora in avanti verrà menzionato solo l'organo gestorio più diffuso.

messe in atto: le decisioni che sono oggetto di questa norma devono essere estranee all'attività ordinaria dell'impresa e devono avere la potenzialità di incidere sull'offerta⁵⁴. Questa regola serve per evitare elusioni da parte della società target, che potrebbe approvare piani di difesa molto tempo prima dell'apertura di un'eventuale OPA, per poi applicarli nel caso in cui l'evenienza diventi realtà. Un'altra possibilità che viene lasciata alla società target è quella di poter derogare alle disposizioni previste nel primo comma con previsioni inserite direttamente nello statuto societario.

Sempre all'interno del comma 1 viene stabilito che “la mera ricerca di altre offerte non costituisce atto od operazione in contrasto con gli obiettivi dell'offerta”; questa frase sottintende la disciplina delle offerte concorrenti. Un'offerta concorrente è un'offerta pubblica di acquisto promossa, entro determinati termini stabiliti dalla Consob, nei confronti di titoli già oggetto di OPA; chiaramente, essa è soggetta alle normali norme in materia. Ora, la società emittente ha la facoltà di ricercare altre società che siano disposte a impedire la scalata (evidentemente) ostile dell'offerente “originario”; in altre parole, ha la possibilità di mettere in atto la cosiddetta strategia del cavaliere bianco. Questa, in particolare, è una tecnica di protezione dalle scalate ostili di una società che consiste nel ricercare un'altra impresa che sia disposta ad acquisire un'importante partecipazione nella società target, al fine di far fallire l'offerta pubblica dell'offerente⁵⁵; di per sé, anche tale tecnica è da considerarsi una misura difensiva, in quanto prevede di “ostacolare” la riuscita della scalata dell'offerente originario. Mentre la semplice ricerca di un'offerta concorrente non è considerata una misura difensiva, quindi non è necessaria l'autorizzazione dell'assemblea dei soci, l'eventualità che l'emittente fornisca aiuti al cavaliere bianco (per esempio consentendogli di effettuare una due diligence sull'azienda oppure fornendo informazioni non note al primo offerente) rientra in tale fattispecie. Ad ogni modo, l'art. 42, c. 5, del Regolamento emittenti stabilisce che nel caso in cui uno degli offerenti riceva informazioni ulteriori rispetto agli altri, anche questi ultimi devono essere informati, in modo da garantire una corretta competizione tra i soggetti.

La regola della passività prima annunciata possiede due eccezioni, contenute nell'art. 101-bis, c. 3, del TUF; in particolare, possono essere oggetto di misure difensive da parte del consiglio di amministrazione le offerte che hanno per oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli⁵⁶; le offerte che vengono lanciate da soggetti che possiedono la maggioranza dei diritti di

⁵⁴ Da: *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, art. 104, c. 1-bis.*

⁵⁵ Dal sito web: [https://it.wikipedia.org/wiki/Cavaliere_bianco_\(finanza\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Cavaliere_bianco_(finanza)), a sua volta da: MISANI N., ORDANINI A., PERRINI F., PIVATO S., *Economia e gestione delle imprese*, VI ed., Egea, Milano, 2010.

⁵⁶ La definizione di titoli è quella contenuta all'interno del primo comma dell'art. 101-bis, c. 2, del TUF.

voto che sono esercitabili all'interno dell'assemblea dei soci della società target; le offerte che hanno a oggetto il riacquisto di azioni proprie⁵⁷.

L'art. 104-bis del TUF stabilisce la regola di neutralizzazione, ed è per questo che è strettamente collegato con il precedente articolo: anche questa disposizione del TUF, infatti, serve per agevolare la buona riuscita dell'offerta pubblica di acquisto. In particolare, questo principio vuole rimuovere quelli che sono gli ostacoli al trasferimento dei titoli oggetto dell'offerta, come diritti di voto plurimi nell'assemblea dei soci, che potrebbero appunto creare barriere o difficoltà nell'acquisizione dei titoli, soprattutto se con l'OPA è ricercato il controllo della società. Di conseguenza, tutte quelle disposizioni previste dallo statuto o da patti parasociali che potrebbero minare la fattibilità dell'operazione non sono valide per tutta la durata dell'adesione all'offerta. Ad esempio, con riferimento ai titoli muniti di diritti di voto plurimi, nel periodo appena indicato esse consentono al suo titolare l'esercizio di un solo voto, per cui i soci possessori di tali titoli e contrari all'OPA avrebbero maggiori difficoltà a far approvare delle misure difensive. Una necessaria esclusione dalla regola della neutralizzazione è fornita dal comma 4, il quale prevede che le azioni che hanno, per natura, limitazioni al diritto di voto a fronte di privilegi di natura patrimoniale non sono appunto toccate dalla suddetta regola; è il caso, ad esempio, delle azioni di risparmio oppure delle azioni privilegiate⁵⁸. Ad ogni modo, l'articolo, al suo primo comma, non sancisce l'obbligo di applicazione della regola di neutralizzazione, invece previsto per la regola della passività; infatti, è stabilito che sono le singole società a "poter" (e non "dover") prevedere la sospensione delle limitazioni. Inoltre, l'inefficacia delle limitazioni non è assoluta, bensì opera solo nei riguardi dell'offerente; di conseguenza, per soggetti terzi all'operazione pubblica di acquisto la regola della neutralizzazione non va applicata a prescindere.

Il legislatore, conscio del possibile pregiudizio arrecato agli azionisti, stabilisce al comma 5 che, nel caso di esito positivo dell'operazione, l'offerente deve corrispondere un equo indennizzo ai soggetti che hanno visto limitarsi i propri poteri partecipativi a causa della regola

⁵⁷ In questo secondo caso non ha effettivamente senso parlare di misure difensive, in quanto la società sta riacquisendo le proprie azioni, per cui paradossalmente dovrebbe difendersi da se stessa.

⁵⁸ Le azioni di risparmio, secondo l'art. 145, c. 1, del TUF, sono azioni che possono essere emesse solamente da società italiane con azioni ordinarie quotate e che sono prive del diritto di voto, a fronte di privilegi per quanto riguarda la distribuzione degli utili e del patrimonio di liquidazione. Oltre alle azioni di risparmio, possono esistere le azioni privilegiate, disciplinate dall'art. 2348, c. 2, del Codice Civile. Esse, in particolare, sono azioni che possiedono diritti diversi dalle azioni ordinarie, determinabili liberamente dalla società all'interno del proprio statuto, nei limiti previsti dalla legge. Le azioni privilegiate si distinguono dalle azioni ordinarie in quanto è modificato il trade-off tra diritti amministrativi (come il diritto di voto) e diritti patrimoniali (partecipazione agli utili e alle perdite aziendali). Resta fermo, ad ogni modo, il divieto di patto leonino previsto dall'art. 2265 del Codice Civile, il quale prevede la totale esclusione di un socio dalla partecipazione agli utili o alle perdite. Da: DE ANGELIS L. (a cura di), *Diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova, 2020.

della neutralizzazione. L'ammontare di tale indennizzo deve essere concordato tra l'azionista e l'offerente e, in caso di mancato accordo, dal giudice⁵⁹, “avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta”⁶⁰.

Infine, sempre connesso ai precedenti due articoli, si ha l'art. 104-ter, che regola la cosiddetta clausola di reciprocità. Potrebbe accadere che la società target sia soggetta a una giurisdizione diversa da quella in cui si trova la società offerente, per cui potrebbe essere che tale sistema normativo, per esempio, preveda le regole della passività e della neutralizzazione (siano esse obbligatorie oppure rimesse all'autonomia delle società). In una situazione di questo tipo si potrebbe creare una disparità nel caso in cui i ruoli giocati dalle due società si invertissero; si avrebbe quindi una società offerente (estera) e una società italiana il cui statuto potrebbe non prevedere la regola della neutralizzazione. Per evitare disparità di trattamento, quindi, il comma 1 dell'art. 104-ter prevede che le regole di passività e di neutralizzazione (se previste dagli statuti della società target) non si devono applicare se l'offerente non è soggetto alle suddette regole “o a disposizioni equivalenti”. Ad ogni modo, questa clausola di reciprocità deve essere approvata dall'assemblea dei soci almeno 18 mesi prima di un'eventuale offerta pubblica.

1.4 (SEGUE) TIPOLOGIE DI OPA E DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA

Come si può immaginare, l'offerta pubblica di acquisto non si limita a una singola tipologia; ne esistono, infatti, diverse categorie. Si ha innanzitutto l'OPA volontaria, promossa, evidentemente, da una società per propria decisione e le cui motivazioni sono le più disparate (e verranno discusse nei capitoli successivi). Essa può essere sostanzialmente di due tipologie, ovvero volontaria totalitaria oppure volontaria parziale. Nel primo caso, ovviamente, l'offerente punta all'acquisto della totalità delle azioni della società target, cercando così di ottenere il controllo della società al 100%, mentre il secondo caso verrà spiegato *infra*. Le disposizioni generali contenute dall'art. 101-bis al 104-ter riguardano, soprattutto, questa

⁵⁹ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

⁶⁰ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”, art. 104-bis, c. 5.

particolare fattispecie, anche se non esclusivamente⁶¹. In secondo luogo si hanno le fattispecie previste dalla disciplina speciale dell'OPA, contenuta negli articoli del TUF che vanno dal 105 al 112, ovvero l'OPA obbligatoria, l'obbligo di acquisto (sostanzialmente equivalente all'OPA residuale) e il diritto di acquisto (il cosiddetto squeeze out). All'interno della disciplina dell'OPA obbligatoria, inoltre, si trovano altre due fattispecie, che costituiscono eccezioni all'obbligo di effettuare l'OPA: esse sono l'OPA preventiva totalitaria⁶² (volontaria) e l'OPA preventiva parziale (volontaria), quest'ultima disciplinata dall'art. 107 del TUF. Il Regolamento emittenti, infine, disciplina due ultimi tipi di offerta pubblica di acquisto, ovvero l'OPA a cascata e l'OPA da consolidamento, collegate sempre alla disciplina dell'OPA obbligatoria totalitaria.

La disciplina speciale dell'offerta pubblica di acquisto si apre con l'art. 105, il quale fornisce delle disposizioni di carattere generale: innanzitutto va a definire l'ambito di applicazione soggettivo della disciplina, ovvero le società italiane con titoli ammessi alla quotazione in mercati regolamentati italiani. Anche in questo caso, quindi, si rimanda alle definizioni di società italiana quotata e di titoli contenute nei commi 1 e 2 dell'art. 101-bis del TUF (vedi *supra* §1.2). Inoltre, viene fornita una nuova definizione, ovvero quella di partecipazione; in particolare, secondo il TUF essa è una quota dei titoli emessi da una società che consentono di esercitare un diritto di voto nelle assemblee dei soci che devono decidere in merito alla nomina o alla revoca degli amministratori. Infine, si dice che la detenzione non deve essere necessariamente in capo alla società in maniera diretta, ma anche indirettamente oppure "per interposta persona". In questo modo il legislatore vuole assicurarsi che il requisito oggettivo per l'applicazione della disciplina speciale comprenda il maggior numero possibile di fattispecie, in modo da evitare elusioni delle norme da parte dei soggetti offerenti. Viene poi fornita un'ulteriore specificazione: il diritto di voto deve riguardare la possibilità di influire sulla nomina degli amministratori. Anche qua il legislatore ha un'intenzione ben specifica, ovvero vuole ricomprendere nella definizione di partecipazione solamente quei titoli che consentano di avere un impatto sulla governance aziendale, ovvero quei titoli che, in quantità sufficiente, permettano al suo detentore di avere un'influenza notevole sulla società, nonché il controllo della stessa. Ad ogni modo, il terzo comma stabilisce che la Consob può decidere con regolamento che vengano inclusi nei titoli che compongono la partecipazione anche quelli che

⁶¹ In più situazioni, infatti, la disciplina generale fa riferimento ai casi in cui scatta l'obbligo di effettuare l'OPA, facendo quindi un chiaro richiamo alla disciplina speciale. Ad esempio, all'art. 102, c. 1 del TUF si dice "la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo [...]".

⁶² Essa viene disciplinata all'art. 106, c. 4, del TUF.

forniscono il diritto di voto su “uno o più argomenti diversi”, nel caso in cui tali argomenti influiscano in modo importante sulla gestione della società, date chiaramente le caratteristiche intrinseche delle attività svolte dalla stessa. Nonostante la particolarità del caso si riesce a comprendere come il legislatore abbia voluto comprendere ogni titolo che possa avere un’influenza importante sulla società, e quindi condurre, direttamente o indirettamente, al potenziale controllo della stessa. Sempre la Consob, infine, ha il potere di includere nella nozione di “partecipazione” anche determinati strumenti finanziari derivati, in particolari situazioni⁶³.

Il concetto del diritto di voto è particolarmente importante se si pensa a quella che è la ratio principale della disciplina speciale dell’OPA obbligatoria, ovvero fornire una regolamentazione alle operazioni svolte all’interno del cosiddetto mercato del controllo. L’obbligo di effettuare l’OPA, come vedremo meglio *infra*, scatta nel momento in cui la società offerente acquisisce il controllo della società quotata. L’OPA obbligatoria, infatti, risponde alla necessità del rispetto del principio di parità di trattamento in una situazione in cui la posizione dei soci di minoranza viene indebolita dalla presenza del socio di controllo (futuro soggetto promotore dell’OPA). Nel dettaglio, l’OPA obbligatoria consente a tali soci un’uscita sicura e a un prezzo equo da un investimento nei confronti dei quali non hanno più dei veri e propri poteri e la loro voce viene sovrastata da quella del socio di maggioranza. Se non fosse presente l’obbligo di OPA, probabilmente, se un azionista di minoranza volesse vendere la propria partecipazione si troverebbe a doverla vendere all’unico acquirente disponibile e con tutta probabilità a un prezzo minore rispetto al valore intrinseco dei titoli stessi (a causa del forte potere contrattuale della controparte). Con le disposizioni fornite dalla disciplina speciale, invece, viene limitata la pressione nella scelta tra il disinvestimento o no; si attenua cioè la cosiddetta *pressure to tender*⁶⁴. Potendo fornire un grado di comprensione maggiore, un socio di minoranza ha l’opportunità anche di decidere di non vendere le proprie azioni nel corso dell’OPA parziale, senza poi rischiare di non riuscire più a smobilizzare il proprio investimento a causa della bassa liquidità del titolo, o comunque a un prezzo decisamente basso rispetto all’OPA parziale.

Oltre al suddetto, esistono altri motivi per cui l’OPA obbligatoria porta dei benefici. In primo luogo, fornisce un grado di tutela ai soci di minoranza contro mutamenti del controllo che potrebbero portare a una peggiore gestione dell’impresa, con conseguente danno agli utili e al valore stesso della partecipazione. Anche in questa eventualità, quindi, il socio di minoranza

⁶³ Per un approfondimento in merito si rinvia a: MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d’acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 145 e seg.

⁶⁴ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

potrebbe riuscire a liquidare il proprio investimento prima che esso venga danneggiato da tale cattiva gestione. In secondo luogo, l'OPA obbligatoria fornisce un riparo contro la perdita di valore dei titoli dovuta all'acquisizione del controllo da parte di un certo soggetto. Con essa, infatti, viene meno per il socio di minoranza la facoltà di richiedere il cosiddetto premio a un operatore interessato all'acquisto del titolo: un titolo che può incorporare (anche potenzialmente) la possibilità di ottenere il controllo ha un valore maggiore di uno che riguarda una società nella quale esiste già un socio che possiede la maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria⁶⁵.

L'art. 106 del TUF entra nel vivo della disciplina speciale, andando a regolamentare l'OPA obbligatoria. Innanzitutto, il primo comma fornisce delle soglie sopra le quali scatta l'obbligo⁶⁶: qualunque società, infatti, che, a titolo oneroso⁶⁷, arriva a detenere una partecipazione superiore al 30% del totale del capitale sociale ovvero arrivi ad esercitare almeno il 30% dei diritti di voto in assemblea deve lanciare un'OPA totalitaria, ovvero sulla totalità dei titoli ammessi alla quotazione⁶⁸. Al contrario di quello che si può inizialmente intuire, la soglia necessaria non è pari al 50%; per comprendere la ragione di ciò bisogna andare a osservare l'art. 2359 del Codice Civile. Secondo esso, infatti, il controllo si può configurare in tre situazioni: quando un soggetto arriva a possedere la maggioranza dei voti in assemblea ordinaria (controllo di diritto); quando dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante⁶⁹ nell'assemblea ordinaria (controllo di fatto); a causa di particolari vincoli contrattuali con la controllante. Si deve quindi andare a osservare il secondo tipo di controllo configurabile, ovvero quando il soggetto è controllante a causa dell'importante influenza che ha sull'assemblea ordinaria; la decisione del legislatore di prendere come riferimento questo tipo di controllo ha da cercarsi nella composizione dell'azionariato delle società quotate, in genere più diffuso rispetto a una società privata. D'altro canto, tuttavia, la scelta di porre come soglia il 30% invece del 10% (prevista dal Codice Civile) probabilmente è stata presa per non aggravare l'impegno che deve essere assunto da un socio di maggioranza che possiede solo un decimo della società, magari detenuta

⁶⁵ E che quindi detiene già il controllo ai sensi dell'art. 2359 del Codice Civile, come spiegato anche *infra*.

⁶⁶ Il terzo comma, poi, determina ulteriori casistiche al verificarsi delle quali la Consob può sancire l'obbligo di effettuare l'OPA totalitaria.

⁶⁷ In caso di acquisizione a titolo *gratuito* di tale partecipazione non scatta l'obbligo di effettuare l'OPA. Da: *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti", art. 49, c. 1.*

⁶⁸ I commi 1-bis e 1-ter forniscono indicazioni per quanto riguarda le PMI. In particolare, essi dispongono che l'obbligo di OPA sussiste nel momento in cui un soggetto arrivi a detenere almeno il 25% delle azioni (nel caso comunque in cui non ci sia nessun altro soggetto con una partecipazione di tale portata); inoltre, lo statuto della PMI in questione può prevedere una soglia differente, ma comunque sempre compresa tra il 25% e il 40%.

⁶⁹ L'influenza dominante si configura nel momento in cui un soggetto detiene almeno il 20% dei voti esercitabili in assemblea, soglia che si abbassa al 10% per le società con titoli quotati.

solamente con scopo di investimento finanziario senza la volontà di un coinvolgimento nella gestione della stessa.

Per rendere effettiva la tutela degli azionisti di minoranza di cui si è parlato precedentemente, il legislatore predispone, al comma 2, il prezzo minimo che deve essere offerto per ogni titolo. In particolare, il prezzo non deve essere inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente nei 12 mesi precedenti alla comunicazione dell'offerta per titoli della medesima categoria di quelli oggetto dell'OPA⁷⁰. Inoltre, nel caso in cui non ci siano state acquisizioni a titolo oneroso nei precedenti 12 mesi, il prezzo minimo che deve essere applicato deve essere pari a quello medio ponderato di mercato degli ultimi 12 mesi.

L'OPA obbligatoria, proprio per il fatto che richiede un onere non indifferente al soggetto offerente, presenta numerose eccezioni. Innanzitutto, l'obbligo non sussiste nei casi previsti dal comma 5 del medesimo articolo; in particolare, esso non si origina nel caso in cui, all'interno della compagine sociale, è già presente un azionista che detiene il controllo della società, intesa come maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea in qualsiasi materia (controllo di diritto). Di conseguenza, si deduce che se, al contrario, l'azionista di maggioranza esercita solo il controllo di fatto allora l'obbligo di effettuare l'OPA permane⁷¹. Inoltre, il comma 5 prevede che il socio di maggioranza non deve lanciare l'OPA obbligatoria se il controllo è stato acquisito, tra l'altro, per salvare la società da uno stato di crisi; per cause non dipendenti dalla volontà dell'azionista; per superamenti della soglia che non hanno carattere permanente; operazioni di fusione o scissione; acquisti a titolo gratuito (come specificato anche *supra*). Queste ipotesi, peraltro, non sono di carattere tassativo, infatti l'ultimo comma dell'art. 106 prevede che la Consob può esentare la società dall'obbligo dell'OPA anche per cause che sono *ricongiungibili* a quelle sopra, anche se non direttamente menzionate nel comma 5.

Altra ipotesi di esenzione dall'OPA obbligatoria si configura nel caso in cui il soggetto interessato abbia promosso una cosiddetta OPA preventiva totalitaria e abbia raggiunto la soglia di partecipazione del 30%; il legislatore, infatti, predispone che l'obbligo non sussiste "se la partecipazione [...] è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso"⁷². Questa esenzione può apparire controversa, in quanto l'OPA volontaria totalitaria offre sì la possibilità a tutti gli investitori di effettuare un disinvestimento a condizioni economiche che sono equivalenti per

⁷⁰ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 106, c. 2.

⁷¹ MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

⁷² D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 106, c. 4.

ciascuno, d'altro canto l'azionista potrebbe sentirsi costretto a vendere la propria partecipazione per evitare di "perdere" l'occasione e vedersi poi costretto ad accettare condizioni economiche meno vantaggiose in futuro, soprattutto nel caso in cui l'OPA volontaria non raggiunga la soglia sopra la quale scatta l'offerta obbligatoria.

L'art 107 del TUF offre un'altra esenzione all'OPA obbligatoria. In particolare, "l'obbligo di offerta pubblica [...] non sussiste se la partecipazione viene a essere detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente a oggetto almeno il sessanta per cento dei titoli di ciascuna categoria"; si parla, in questo caso, di OPA preventiva parziale. Peraltro, l'esenzione dall'obbligo è subordinata al rispetto di alcune condizioni. Innanzitutto, l'offerente e le persone che agiscono di concerto⁷³ con lui non devono avere acquistato, nei 12 mesi precedenti alla comunicazione dell'offerta alla Consob, titoli (poi) oggetto dell'offerta in misura superiore all'1%. Successivamente, l'offerta pubblica deve essere approvata dalla maggioranza dei soci di minoranza; vengono infatti esclusi dalla votazione per l'approvazione l'offerente e il socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione è superiore al 10%. Si ha infine un ultimo requisito, ovvero la necessaria approvazione da parte della Consob dopo aver verificato l'effettività dei precedenti due. Oltre ai criteri a cui l'offerente deve allinearsi già un anno prima del lancio dell'OPA, il legislatore, al comma 3 dell'art. 107, ne definisce due ulteriori, che in questo caso devono sussistere dopo la chiusura dell'OPA parziale. In particolare, se l'offerente o un soggetto che agisce di concerto con esso acquista partecipazioni superiori all'1% (anche tramite l'utilizzo di contratti forward/futures) e/o l'emittente decide di effettuare una fusione o una scissione, allora l'offerente dell'OPA parziale deve effettuare un'OPA totalitaria. Queste due ultime disposizioni sono volte, rispettivamente, a garantire la parità di trattamento degli azionisti, in quanto il soggetto offerente potrebbe acquistare la partecipazione "successiva" a un prezzo maggiore rispetto a quanto sborsato, per azione, attraverso l'OPA, e a evitare che operazioni di riorganizzazione della società tramite operazioni straordinarie possano causare un danno agli azionisti di minoranza, prima che essi abbiano la possibilità di vendere la proprietà della loro quota di società⁷⁴.

⁷³ Esse sono "i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. Da: *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 101-bis, c. 4*. La norma vuole includere il maggior numero di contratti possibili, al punto di comprendere nella definizione anche gli accordi invalidi o inefficaci, al fine di evitare comportamenti elusivi da parte degli operatori di mercato.

Alle persone che agiscono di concerto è dedicato un articolo all'interno del TUF, l'art. 109.

⁷⁴ FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

Un'altra tipologia di OPA viene regolata all'interno dell'art. 108 del TUF: esso, infatti, disciplina il cosiddetto obbligo di acquisto, detto anche “*sell-out*”, la cui disciplina è sostanzialmente equivalente a quella dell'OPA residuale⁷⁵. Il primo comma dell'articolo dispone che se l'offerente arriva a detenere, a seguito di un'OPA totalitaria, almeno il 95% dei titoli della società quotata è obbligato ad acquistare i restanti titoli da chi lo richiede; nel caso in cui ci siano più categorie di titoli l'obbligo scatta solamente per la categoria la cui partecipazione ha raggiunto quota pari al 95%. Per i “titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato” il soggetto offerente che arrivi a detenere, in questo caso, il 90% dei suddetti, ha una facoltà di scelta, ovvero può decidere se acquistare la restante parte degli strumenti finanziari da chi lo richiede oppure ripristinare il flottante necessario per assicurare una sufficiente liquidità al titolo. Come nella situazione precedente, se esistono più categorie di titoli ammessi alla negoziazione l'obbligo di acquisto riguarda solamente i titoli facenti parte della categoria la cui partecipazione ha raggiunto la soglia limite. In entrambi i casi ciò che il legislatore cerca di assicurare è la tutela degli azionisti di minoranza, concedendo loro di liquidare le azioni in loro possesso oppure garantendo comunque una certa facilità nello scambio all'interno dei mercati regolamentati.

Il terzo comma dell'art. 108 precisa che il prezzo a cui l'offerente è obbligato al riacquisto deve essere pari a quello dell'OPA precedente, nel caso di OPA totalitaria; negli altri casi, invece, il corrispettivo viene determinato dalla Consob. Si vuole quindi garantire la parità di trattamento per tutti gli azionisti.

L'ultimo istituto collegato all'OPA che viene disciplinato dal TUF, all'interno dell'art. 111, è il diritto di acquisto (o, in inglese, *sell-out*). In particolare, l'offerente che, a seguito di un'OPA totalitaria promossa su titoli di una società italiana quotata, è arrivato a detenere una quota pari al 95% di tali titoli, ha il diritto di acquistare i titoli rimanenti, purché abbia dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale facoltà. Come per quanto riguarda l'OPA residuale, se sono presenti più categorie di strumenti finanziari della società emittente il diritto di *sell-out* si genera solo con riguardo alla categoria la cui partecipazione ha raggiunto il 95%. Il valore monetario che l'offerente è obbligato a corrispondere segue le medesime regole dell'obbligo di acquisto. La ragione di questa operazione va ricercata semplicemente nel bilanciamento dei diritti che il legislatore vuole dare alle parti dell'operazione: come ai soci che precedentemente non hanno partecipato all'OPA viene fornito il diritto di vendere il proprio pacchetto partecipativo, così viene dato lo speculare diritto all'offerente di acquistare tali titoli,

⁷⁵ DE ANGELIS L. (a cura di), *Diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova, 2020.

non è lasciato solo un mero obbligo. Sebbene, nella sostanza, ciò non influisce su quella che alla fine sarà la transazione (anche per il semplice fatto che le regole per la determinazione del prezzo della transazione sono le medesime sia per l'obbligo di acquisto che per il diritto di acquisto), ciò che può cambiare è la percezione che l'offerente ha della transazione stessa, rendendola in qualche modo meno "negativa" o meno onerosa. Andando a fare un ragionamento più approfondito, tuttavia, la presenza del suddetto diritto in capo all'offerente non assume una valenza solamente simbolica: se, infatti, tale facoltà non fosse presente, se i soci minoritari non volessero cedere la proprietà delle loro azioni, il nuovo azionista di controllo non avrebbe l'obbligo di acquistarle, per cui non riuscirebbe a ottenere un controllo totale della società e non riuscirebbe a gestirla liberamente, dovendo ovviamente prestare attenzione alla tutela di cui i soci minoritari hanno diritto. Si ricorda, infatti, che l'art. 108, c. 1, del TUF dice che l'offerente "ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta". Se non ci fosse il diritto di acquisto da parte di suddetto soggetto, pertanto, la scelta ricadrebbe solamente nelle mani dei soci di minoranza, che deterrebbero la totalità del potere contrattuale, potendo decidere sulla sorta della trattativa in maniera unilaterale. Questo, chiaramente, non è possibile. Fornendo quindi questa facoltà all'offerente si opera un bilanciamento tra la tutela degli azionisti di minoranza e l'interesse del nuovo socio controllante a ottenere la disposizione completa del capitale della società acquisita.

Facendo un passo indietro e tornando all'art. 106, il terzo comma, alla lett. a, dice che la Consob deve disciplinare il caso in cui "la partecipazione [...] è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni o la maggiorazione dei diritti di voto, in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società". In altre parole, nella situazione in cui l'offerente acquista una partecipazione in una società, ma il patrimonio di questa è costituito da altre partecipazioni in altre società, la Consob deve disciplinare cosa accade per queste ultime imprese partecipate. È qua, quindi, che viene disciplinata, all'art. 45 del Regolamento emittenti, la cosiddetta OPA a cascata. Quando, infatti, una società viene ad acquisire, "indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette"⁷⁶, diritti di voto riguardanti la nomina degli amministratori superiori al 30% all'interno di una società quotata di cui non possiede una partecipazione diretta ha l'obbligo di lanciare un'OPA obbligatoria totalitaria, al pari di quanto disposto dall'art. 106 del TUF, come osservato precedentemente. Potendo utilizzare un linguaggio più semplice ai fini di una migliore comprensione, se un soggetto arriva a detenere una partecipazione indiretta in una società quotata e tale

⁷⁶ *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti", art. 45, c. 1.*

partecipazione gli fornisce diritti di voto in assemblea (per le suddette materie) in misura almeno pari al 30% del totale, esso ha l'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria su tale società su cui ha una notevole influenza, seppur indirettamente.

Per quanto riguarda invece l'acquisizione indiretta di una partecipazione in una società non quotata, ai fini dell'obbligo di lanciare l'OPA totalitaria rileva semplicemente l'acquisizione del controllo⁷⁷. Come sempre di più si può comprendere man mano che si procede con l'analisi della normativa, l'intenzione del legislatore è quella di ricomprendere all'interno della stessa il maggior numero di fattispecie possibili, con il fine ultimo di tutelare gli interessi dei soggetti più deboli, ovvero gli azionisti di minoranza, e l'efficienza dei mercati finanziari. L'articolo, al comma 2, si preoccupa giustamente di definire da cos'è costituita una partecipazione indiretta. Essa si configura nel momento in cui il patrimonio della società partecipata direttamente (la società "a monte") è costituito in prevalenza da partecipazioni in altre società (le società "a valle") oppure in società il cui attivo è composto, a loro volta, in misura prevalente da partecipazioni in altre società ancora⁷⁸. Inoltre, il legislatore specifica il concetto di "prevalente": la partecipazione possiede questa caratteristica quando il valore contabile delle partecipazioni nella società a valle costituisce più di un terzo dell'attivo patrimoniale della società a monte ed è superiore a qualsiasi altra immobilizzazione presente nell'attivo di quest'ultima, oppure quando il valore che le partecipazioni possiedono rappresenta più di un terzo del prezzo di acquisto dei titoli, oltre a costituire la componente principale dello stesso⁷⁹.

Così come l'art. 106, c. 3, lett. a, del TUF rimandava all'art. 45 del Regolamento emittenti per normalizzare l'obbligo di OPA cosiddetta a cascata, così l'art. 46 del documento della Consob si occupa di regolamentare quanto contenuto alla lett. b del suddetto articolo del Testo unico della finanza; si parla, in questo caso, della così denominata OPA di consolidamento. In particolare, un soggetto è obbligato a effettuare un'OPA totalitaria quando già possiede una partecipazione, anche indiretta, che gli consente di ottenere il 30% dei diritti di voto in assemblea ordinaria per quanto concerne la nomina degli amministratori, detiene meno del 50% dei diritti di voto in assemblea ordinaria (quindi non possiede il controllo di diritto della società) ed effettua un acquisto di una partecipazione ulteriore che gli consenta di ottenere almeno il 5% dei diritti di voto per quanto riguarda la nomina degli amministratori. Tale norma è giustificata per evitare che società che già possiedono una partecipazione rilevante nella società target

⁷⁷ *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti", art. 45, c. 1.*

⁷⁸ Per chiarire ogni dubbio, la società A possiede una partecipazione indiretta in D quando A ha una partecipazione in B, la quale possiede una partecipazione in C, la quale possiede una partecipazione in D.

⁷⁹ *Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti", art. 45, c. 3.*

evitino di rafforzare la loro posizione all'interno dell'assemblea, danneggiando quella degli azionisti di minoranza⁸⁰; ancora una volta, pertanto, si capisce come le norme siano orientate verso una tutela del soggetto più debole, ovvero la figura del socio di minoranza.

Le ultime disposizioni contenute all'interno della disciplina dell'OPA riguardano l'acquisto di concerto (art. 109), l'inadempimento degli obblighi di cui ai precedenti articoli (art. 110) e disposizioni di attuazione (art. 112), non rilevanti in questa specifica sede.

1.5 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO

Nelle precedenti pagine si è in primo luogo potuta apprezzare una sintesi della struttura dei mercati finanziari: in particolare, sono stati illustrati i diversi tipi di mercato che, secondo la teoria, possono esistere, spiegando anche i problemi che sono a essi collegati e i principi che guidano il loro funzionamento, nonché le diverse categorie di sede di negoziazione che, invece, si trovano nella realtà (con particolare riferimento ai mercati italiani). È stato fatto poi un accenno alle principali operazioni di grande rilievo che avvengono all'interno dei mercati e si è fatto un ampio approfondimento sull'offerta pubblica di acquisto. In particolare, è stata analizzata la normativa di riferimento italiana per quanto riguarda questo tipo di operazione, analizzando le diverse tipologie contemplate dal legislatore, nonché le regole di riferimento per ciascuna di esse. Tutto ciò è stato necessario per poter aiutare il lettore a comprendere l'oggetto principale del presente lavoro, in un'ottica quanto più possibile generale.

Ciò che resta ancora da definire, tuttavia, è la ratio di tutta la normativa riguardante l'offerta pubblica di acquisto. Come è stato più volte sottolineato, l'insieme di norme che regolano l'OPA si possono giustificare, da un punto di vista prettamente giuridico, nella ricerca in primis di una tutela nei confronti degli azionisti di minoranza e, successivamente, in un impedimento di comportamenti opportunistici da parte del socio di maggioranza. In particolare, per quanto riguarda la tutela degli azionisti di minoranza, è necessario ricordare che il socio controllante potrebbe alienare la propria partecipazione a un altro soggetto, il quale acquisirebbe il controllo, oltre al premio di maggioranza che è incorporato con l'ottenimento del controllo⁸¹. Una delle

⁸⁰ BANFI A. (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, VIII ed., Isedi, Torino, 2020.

⁸¹ È da precisare, a tal punto, che esiste una differenza nell'acquisto di un pacchetto azionario che non garantisce il controllo da uno che, al contrario, permette di ottenere il potere di gestire liberamente l'impresa. Potendo fare un esempio, l'acquisto del 15% delle azioni di una società senza possederne già altre nel portafoglio è diverso dall'acquisto del 15% detenendone già un altro 40%. Il controllo, infatti, possiede un valore proprio, riconosciuto dall'acquirente attraverso il premio di maggioranza.

principali funzioni dell'OPA è proprio quella di distribuire, secondo il già osservato art. 106, c. 2, del TUF, il premio di maggioranza anche agli investitori di minoranza, ai quali deve essere appunto offerto un prezzo almeno pari a quello offerto precedentemente agli altri soci. È possibile quindi dire che, in questa situazione, la disciplina dell'OPA (specialmente quella obbligatoria) funge come strumento in grado di fornire un certo grado di equità tra i diversi soci dell'impresa. Per quanto riguarda, invece, la questione dei comportamenti opportunistici da parte del socio controllante, la normativa ha come obiettivo principale evitare che tale azionista ponga in essere operazioni e, in generale, comportamenti, che possano danneggiare in qualsiasi modo i soci di minoranza. In ultima analisi, è possibile dire che la prevalente ratio giustificativa della normativa OPA riguardi la tutela degli azionisti di minoranza.

Nel successivo capitolo, invece, ci si addenterà in misura maggiore all'interno del cuore dell'elaborato, illustrando le ragioni *economiche* alla base delle offerte pubbliche di acquisto. In particolare, verranno innanzitutto analizzati quelli che sono i driver di valore di un'impresa, fondamentali per comprendere le dinamiche del riacquisto delle imprese quotate attraverso l'OPA, nonché il ruolo che è giocato dalle aspettative e dalle dinamiche di crescita aziendale nella comprensione della convenienza all'operazione stessa.

Capitolo 2

I DRIVER DEL VALORE D'IMPRESA E IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI CRESCITA

2.1 PREMESSA

Quando, all'interno del contesto dell'impresa e della sua attività, si sente parlare di valore, si può pensare a molti aspetti: al valore che si crea per i clienti; ai valori etici e morali, su cui ogni società dovrebbe basare il proprio operato; a valore nel senso di fatturato (quindi di volumi di vendita) e di utili; valore della società come creazione di posti di lavoro; infine, valore così come viene inteso dalla finanza aziendale. Il valore d'impresa, ragionato in questo senso, può avere diversi significati, variabili anche a seconda delle dottrine che si vogliono interpretare a riguardo: nella concezione americana/anglosassone del termine, infatti, esso è inteso come il valore di mercato del capitale (e, in caso la società in questione sia quotata, si parla di valore azionario), mentre in quella di stampo europeo viene definito come il valore del capitale economico⁸². In particolare, il valore d'impresa assume solitamente 3 significati.

In primo luogo, il valore d'impresa può essere definito come valore del capitale economico (già menzionato *supra*): esso è “una misura del capitale espressa secondo criteri di razionalità, dimostrabilità/obiettività, generalità”⁸³, nonché indipendente dai condizionamenti del mercato. Le caratteristiche sopra elencate possono così spiegarsi: la razionalità attiene al fatto che questa misura viene determinata utilizzando un preciso metodo, schema, modello, che è perfettamente imitabile da un altro soggetto; la dimostrabilità è collegata alla razionalità e sta a significare che la misurazione viene effettuata utilizzando grandezze credibili, non arbitrarie; la generalità, infine, riguarda il fatto che tale valore non è influenzato da dinamiche di mercato, con particolare riferimento alla forza contrattuale dei soggetti interessati nella compravendita della società. Potendo utilizzare termini decisamente non tecnici, questa concezione di valore si può definire come valore dell'impresa “così com'è”, o, con parole migliori, “stand alone”.

In secondo luogo, il valore d'impresa può essere inteso come valore potenziale della stessa. Questa concezione costituisce un ampliamento della precedente e vuole considerare anche il cosiddetto terminal value dell'impresa, cioè il valore che sarà in grado di creare nel lungo

⁸² GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.

⁸³ GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992. In tal modo si esprime sempre Guatri in GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.

periodo. In uno scenario di questo genere è chiaro che non è possibile stimare con precisione il valore che verrà creato in un periodo che, con riferimento ai calcoli quantitativi che vengono effettuati nel corso delle stime, viene ipotizzato come perpetuo⁸⁴. L'impresa, infatti, non potrà mai operare in eterno (sebbene possa restare in vita per molto tempo), inoltre è semplicistico ipotizzare che produrrà sempre lo stesso valore per gli azionisti o, ancor di più, ipotizzare una crescita costante dello stesso ogni anno. Effettuando queste stime, solitamente, si finisce con il sopravvalutare il valore dell'impresa, in quanto le suddette sono ipotesi troppo ottimistiche. Questo problema può essere attenuato, sebbene non eliminato alla radice, nel caso in cui si parla di società con durata limitata. L'art. 2328 del Codice Civile, infatti, enunciando il contenuto minimo che deve avere l'atto costitutivo di una società, dispone che essa deve avere una durata (a meno che essa non sia costituita a tempo indeterminato). In questo caso la società determina, ad esempio, il periodo entro il quale deve raggiungere l'oggetto sociale (a pena di scioglimento della stessa), oppure il periodo entro cui l'organizzazione si estinguerà a prescindere dal raggiungimento degli obiettivi iniziali. Sebbene il termine sia fissato in un periodo che può essere lontano nel tempo, il peso che il terminal value assume nel processo di stima del valore dell'impresa è potenzialmente minore rispetto al caso in cui non sia presente un termine di scadenza della stessa, in quanto è minore (sempre in un'ottica teorica) il valore che verrà prodotto nella fase "residua" dell'attività. Chiaramente, tanto più vicino nel tempo è il momento di cessazione della vita dell'organizzazione, tanto minore sarà l'incidenza assunta dal valore terminale e tanto più precisa sarà la stima del valore della società⁸⁵.

In terzo luogo, il valore dell'impresa può essere inteso come valore di acquisizione. Effettuando questo tipo di stima il risultato che si ottiene è la somma massima che un acquirente sarebbe disposto a pagare per ottenere il controllo dell'impresa nell'ambito di un'acquisizione parziale o totale dei diritti di proprietà. Tale valore è dovuto agli effetti sinergici che, secondo l'acquirente, si verificheranno successivamente all'ottenimento del controllo⁸⁶.

Quando vengono effettuate le stime del valore aziendale, i metodi che possono essere utilizzati sono gli stessi a prescindere dalla concezione di valore che si assume alla base dei calcoli; ciò che cambia, invece, sono i valori che devono essere presi in considerazione per

⁸⁴ Il terminal value di una società, infatti, viene stimato solitamente ipotizzando che esso sia costituito da una rendita perpetua (il dividendo), costante oppure crescente secondo un determinato tasso di interesse. Da: BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, V ed., Edizioni Fag, Milano, 2001.

⁸⁵ Sempre il Codice Civile, all'art. 2480, prevede che l'assemblea dei soci ha la facoltà di modificare l'atto costitutivo. In tale frangente si può anche ricomprendere la proroga del termine e, in questo caso, si avrà una modifica nel peso che il terminal value avrà nella stima del valore aziendale.

⁸⁶ Di questi aspetti ci si occuperà meglio *infra* (§2.4).

l'effettuazione delle stime⁸⁷. Ad ogni modo, potendo dare una definizione il più generica possibile, il valore dell'impresa è "il valore attuale dei flussi di cassa attesi, attualizzati a un tasso che rifletta la rischiosità degli investimenti e la struttura finanziaria utilizzata per finanziarli"⁸⁸. Si capisce, quindi, come il valore di un'impresa comprenda diverse variabili, diverse determinanti, diversi *driver*, al proprio interno, quali i flussi di cassa prospettici, il tasso di sconto che deve essere utilizzato per l'attualizzazione degli stessi, il conseguente rischio collegato a esso e il costo del capitale, i dividendi che il titolo eventualmente offre, la struttura finanziaria aziendale, le aspettative di crescita, i problemi di agenzia, i problemi dati dai costi del dissesto.

A prescindere dalle suddette determinanti del valore d'impresa, il cui approfondimento si rinvia ai successivi paragrafi, è importante comprendere, seppur a grandi linee, come determinare il valore aziendale. In generale, la dottrina riconosce diversi modelli di valutazione del capitale economico⁸⁹ di un'impresa, divisibili in due macro categorie, la cui distinzione si basa sul risultato ottenuto tramite i modelli; si hanno così i modelli che consentono di ottenere una valutazione in termini assoluti dell'impresa e i modelli che offrono una valutazione relativa della stessa. La valutazione assoluta viene effettuata osservando l'impresa presa singolarmente ed è basata su informazioni future, quali le sue performance, oppure il suo tasso di crescita, o ancora il tasso di redistribuzione degli utili prodotti. Inoltre, viene tenuto conto delle strutture dei costi e finanziaria dell'azienda, le quali sono direttamente collegate rispettivamente con i rischi operativo e finanziario; essi, oltretutto, sono una componente fondamentale per comprendere qual è il tasso di sconto che deve essere utilizzato per attualizzare le misure di performance aziendali. Ciò che si ottiene tramite la valutazione assoluta, pertanto, è una misura di valore potenziale dell'impresa, che viene estratta dal contesto in cui si trova. Per quanto riguarda invece la valutazione relativa, essa è semplicemente tratta da un confronto con le imprese simili presenti nel mercato, i cosiddetti comparables, e costituisce un possibile prezzo di vendita, che è appunto basato sulla situazione reale presente nel mercato e sul suo andamento. In particolare, la prima categoria di modelli racchiude i cosiddetti modelli patrimoniale, finanziario ed economico, oltre che ai metodi misti; la seconda categoria, invece, è composta solamente dal metodo dei multipli di mercato e di borsa⁹⁰. Potendo fornire un'ulteriore

⁸⁷ DESSY A. (a cura di), *Imposte, politiche finanziarie e valore azionario*, Egea, Milano, 1994.

⁸⁸ DAMODARAN A., ROGGI O., *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Apogeo, Milano, 2016.

⁸⁹ Da questo punto in avanti, a meno di espresse specificazioni, il termine "capitale economico" verrà utilizzato in modo generale e non per indicare una specifica accezione.

⁹⁰ Oltre a questi modelli, che potrebbero essere definiti dalla dottrina come "classici", è importante almeno menzionare il fatto che esistono altri schemi più innovativi, come l'Economic Value Added, il Risultato Economico Integrato oppure il Market Value Added, e altri ancora detti diretti, i quali consentono di effettuare

specificazione, i modelli della prima categoria possono essere utilizzati adottando due ottiche differenti, un'ottica "asset side" e un'ottica "equity side". Secondo l'ottica equity side, ciò che viene stimato è il valore del patrimonio netto, dato dalla differenza tra attività e passività aziendali; si stima quindi il valore dell'equity, importante per i portatori di capitale di rischio. Secondo l'ottica asset side, invece, ciò che viene stimato è solamente l'attivo aziendale, senza considerare le passività, seguendo quindi il punto di vista di tutti i portatori di capitale⁹¹.

Andando a effettuare un approfondimento sui vari modelli della prima categoria, in primo luogo il metodo patrimoniale è un modello che si fonda sulla valutazione del patrimonio netto aziendale preso nel suo complesso ma che viene valutato considerando i singoli cespiti da cui è formato. Con una maggiore precisione, il metodo patrimoniale consiste innanzitutto (utilizzando l'ottica equity side) nell'identificare le componenti attive e passive presenti nello stato patrimoniale del bilancio aziendale; successivamente, ciò che è necessario è effettuare le opportune rettifiche ad attività e passività al fine di esprimerle a valori correnti, vale a dire a valori di mercato. La somma algebrica di tali componenti, espresse al loro fair value, fornisce il patrimonio netto a valori correnti, che equivale anche alla valutazione dell'impresa secondo il metodo patrimoniale. Secondo l'ottica asset side, invece, il modello si differenzia da quanto detto nelle precedenti frasi per il fatto che è sufficiente effettuare tale procedura con le sole attività. Questo metodo, se da un lato è molto semplice, dall'altro presenta anche numerosi problemi, il più importante dei quali è che esso non considera le potenziali capacità di creazione del valore da parte della società, in quanto non tiene conto delle sue performance, nemmeno quelle passate⁹²; questo fatto, pertanto, fa uscire questo modello dall'ottica di stima del capitale economico inteso come capacità prospettica di creazione di valore⁹³. Nonostante i limiti che caratterizzano questo metodo, esso viene comunque utilizzato in talune situazioni, in particolare per aziende che presentano un'alta rigidità negli impieghi, quindi per quelle nel cui bilancio il peso delle immobilizzazioni è molto alto rispetto al capitale circolante; è questa la situazione, ad esempio, delle imprese immobiliari, il cui valore è strettamente legato al prestigio degli

stime riguardanti singole componenti dell'attivo patrimoniale della società, ad esempio i marchi, l'avviamento e le immobilizzazioni. Chiaramente questi aspetti non verranno approfonditi in questa sede, non essendo questo lo scopo dell'elaborato; tuttavia, per dei concetti più dettagliati si rinvia a BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, V ed., Edizioni Fag, Milano, 2001.

⁹¹ BELTRAME F., BERTINETTI G. S., SCLIP A., *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2021.

⁹² A tal proposito, si potrebbe obiettare che le performance passate della società hanno determinato la composizione degli attuali attivo e passivo, tuttavia questa osservazione sembra non essere corretta, in quanto le performance dell'impresa figurano solamente nell'utile di esercizio, il quale è semplicemente un risultato contabile che incorpora una creazione di ricchezza che potrebbe essere solamente astratta.

⁹³ MANCIN M. (a cura di), *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2020.

immobili da essa posseduti, oppure di una holding finanziaria, ovvero una società che non svolge attività produttive, ma che detiene semplicemente partecipazioni in altre imprese.

In secondo luogo, il metodo finanziario, detto anche modello “Discounted cash flow” (o, abbreviato, DCF), è il metodo più utilizzato all’interno dei mercati finanziari, in quanto utilizza i flussi di cassa prospettici attualizzati come elemento fondamentale del valore d’impresa; in particolare, l’utilizzatore di questo metodo deve effettuare una stima dei flussi di cassa che si verificheranno nei successivi esercizi (solitamente l’orizzonte temporale dei flussi di cassa stimati è compreso tra i 3 e i 5 anni, in quanto è difficile effettuare previsioni accurate e attendibili per un periodo di tempo più lungo), i quali poi dovranno essere attualizzati utilizzando un tasso di sconto che rispecchi la rischiosità dell’impresa⁹⁴. A seconda che l’utilizzatore ragioni con l’ottica asset side oppure equity side, cambiano i flussi di cassa che devono essere presi in esame e il tasso di sconto che deve essere utilizzato: nel primo caso, i flussi utilizzati sono i flussi di cassa della gestione operativa (solitamente chiamati FCFO, Free Cash Flow from Operations) e il tasso di sconto utilizzato è il WACC (Weighted Average Cost of Capital, costo medio ponderato per il capitale)⁹⁵; nel secondo caso, invece, i flussi utilizzati sono quelli disponibili per i portatori di capitale di rischio (oppure FCFE, Free Cash Flow to Equity).

Esistono, nella teoria, diversi modelli finanziari, distinguibili in modelli “analitici” e “sintetici”: i primi utilizzano stime puntuali dei flussi di cassa previsionali, mentre i secondi utilizzano ipotesi molto semplificatrici, come quella secondo cui i flussi di cassa sono equiparabili a rendite perpetue costanti oppure crescenti secondo un tasso di crescita costante. Esiste poi una sorta di metodo misto, il quale prevede l’utilizzo di stime puntuali dei flussi di cassa per un periodo determinato e, per gli esercizi successivi, l’adozione del terminal value già illustrato *supra*. Questo metodo è il più utilizzato nella pratica, in quanto consente di ottenere un risultato basato su previsioni delle performance aziendali per un dato periodo ben delimitato; inoltre, l’utilizzo dei flussi di cassa consente di prendere in considerazione la ricchezza “effettiva” che viene creata per i portatori di capitale e per la crescita aziendale, e non quella che risulta dall’utile di esercizio; viene quindi prediletta la liquidità che viene creata dalla società e che deve remunerare adeguatamente creditori e soci. È infine praticamente l’unico che viene utilizzato all’interno dei mercati finanziari per la sua capacità, ancora una volta, di far

⁹⁴ Al tasso di attualizzazione verrà dedicato un paragrafo apposta *infra* (§2.2.3).

⁹⁵ Questo tasso di sconto costituisce la media tra il costo del capitale di debito e il costo del capitale di rischio, ponderati per il peso che debito ed equity assumono, rispettivamente, rispetto al totale delle fonti di finanziamento. I concetti relativi al costo del capitale verranno approfonditi *infra* (§2.2.3).

capire al potenziale acquirente di un titolo qual sarebbe il ritorno potenziale del proprio investimento.

In terzo luogo, il metodo reddituale si può definire equivalente al metodo finanziario, se non che utilizza risultati contabili previsionali normalizzati invece dei flussi di cassa. In particolare, utilizzando l'ottica equity side, ciò che viene utilizzato per determinare il valore aziendale è l'utile netto di esercizio, osservabile alla voce 21 del conto economico redatto secondo lo schema proposto dall'art. 2425 del Codice Civile; se, invece, viene preferita l'ottica asset side ciò che viene preso in considerazione è il reddito operativo⁹⁶. Inoltre, tali due risultati sono normalizzati, vale a dire che sono rettificati eliminando le componenti straordinarie; questo è un punto a favore di tale metodo, in quanto considera solamente il valore che viene generato da una gestione normale dell'azienda, non influenzato quindi da dinamiche non rientranti nell'attività ordinaria, come un'operazione straordinaria oppure un periodo di crisi.

Tutto ciò ha conferito al modello reddituale il requisito della dimostrabilità, il quale ha consentito un largo utilizzo dello stesso; inoltre, questo uso diffuso è giustificato anche dal fatto che questo modello è un buon sostituto di quello finanziario, in quanto è dimostrato che nel lungo periodo la distribuzione degli utili sotto forma di dividendi e la loro produzione tendono a coincidere, per cui non si ravvisa una differenza significativa nei due metodi⁹⁷. Un'altra ragione in giustificazione di un ampio utilizzo del metodo reddituale è da ricercarsi nel contesto europeo: in tale ambiente, infatti, si sono cercati modelli di misurazione del valore aziendale capaci di mettere in evidenza anche le determinanti dei risultati dell'impresa (non solo i risultati stessi)⁹⁸, finendo con il prediligere il reddito come misura del valore creato dall'impresa, in quanto esso ricomprende al suo interno anche le determinanti del valore economico stesso (ovvero, essenzialmente, costi e ricavi). Tale metodologia, così come quella finanziaria, permette di considerare l'azienda valutata non come un insieme di elementi attivi e passivi che vengono valutati singolarmente (come succede utilizzando il metodo patrimoniale), ma come un vero e proprio investimento, in cui il valore non può essere attribuito a singoli elementi patrimoniali⁹⁹. Esso, peraltro, tende un po' ad allontanarsi alla concezione di capitale economico a cui ormai si è abituati, in quanto non si valuta più l'impresa sulla base del ritorno in termini di liquidità che è in grado di offrire ai propri portatori di capitale, bensì sul reddito che è in grado di generare, sia esso monetario oppure no. D'altro canto, tale metodo può essere

⁹⁶ In particolare, ciò che viene utilizzato è il NOPAT, ovvero il Net Operating Profit After Taxes, il reddito netto operativo al netto delle imposte.

⁹⁷ BRUSA L., GUELFY S., ZAMPROGNA L., *Finanza d'impresa*, II ed., Etas, Milano, 2001.

⁹⁸ ZIRUOLO A., *Il controllo delle leve di creazione del valore aziendale*, Giappichelli, Torino, 2005.

⁹⁹ MANCIN M. (a cura di), *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2020.

utilizzato tranquillamente nel caso in cui i flussi di cassa aziendali siano essenzialmente allineati con le movimentazioni di conto economico, oppure nei casi di cessione d'azienda, in cui la parte acquirente è più interessata a conoscere le potenzialità reddituali della stessa¹⁰⁰.

Come accennato precedentemente, esistono anche dei metodi cosiddetti misti, in quanto incorporano in essi diversi elementi dei predetti metodi. Alcuni di questi sono il metodo della stima autonoma dell'avviamento, il metodo del valore medio e il metodo della rivalutazione controllata dei cespiti. Il primo metodo consente di ottenere risultati molto attendibili e si basa sul metodo patrimoniale, a cui viene successivamente aggiunto il valore dell'avviamento. Il secondo metodo, invece, è una combinazione di metodo reddituale e patrimoniale e consiste nella media tra il valore patrimoniale rettificato a valori correnti e una rendita perpetua basata su un reddito medio previsionale. L'ultimo metodo è una variante del metodo patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento e viene utilizzato solitamente per imprese caratterizzate da avviamento negativo (o badwill)¹⁰¹.

Il metodo dei multipli di mercato e di borsa, come accennato *supra*, consente di ottenere una valutazione dell'impresa relativa, cioè basata sul raffronto con altre società simili. In particolare, per ogni società viene scelto un certo indicatore di performance finanziaria o economica, come l'utile di esercizio, il patrimonio netto o l'EBIT, e viene rapportata al prezzo di vendita di tale società; questo rapporto costituisce il multiplo. Successivamente, con riferimento all'impresa da valutare, si osserva la grandezza usata per il calcolo del multiplo e la si moltiplica per il multiplo stesso; il risultato sarà pari al valore dell'impresa¹⁰². I multipli si dicono di borsa quando quello che viene osservato delle aziende comparabili è il prezzo di listino e la valutazione che ne consegue riguarda la singola azione della società valutata più che la totalità della stessa. I multipli di mercato, invece, riguardano più le acquisizioni delle società comparabili avvenute in passato; in questa situazione, quindi, ciò che si ottiene con la valutazione tramite i multipli di mercato è tendente a un prezzo di acquisizione, piuttosto che a un valore potenziale.

Ad ogni modo, il metodo dei multipli presenta due principali problemi. Innanzitutto, nonostante la rete imprenditoriale moderna sia estremamente ampia e variegata è molto difficile trovare delle aziende che siano veramente comparabili, sia dal punto di vista della struttura dei

¹⁰⁰ BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, V ed., Edizioni Fag, Milano, 2001.

¹⁰¹ Ai fini del presente lavoro la trattazione di questi modelli di valutazione d'impresa risulta superflua e viene rinviata a BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, V ed., Edizioni Fag, Milano, 2001.

¹⁰² Per esempio, se la società A è stata venduta a 100 e presentava un utile di 25, il multiplo Prezzo/utile sarà pari a 4. Dovendo poi valutare B, se B ha un utile pari a 50, il suo valore sarà pari al multiplo per il suo utile, ovvero $4 \cdot 50 = 200$.

costi, che da quello manageriale, che da quello economico-finanziario, che da quello della patrimonializzazione, che dal punto di vista della strategia aziendale. In secondo luogo, il metodo dei multipli è molto semplicistico, in quanto non considera tutte le differenze sopra menzionate né altre informazioni rilevanti: ad esempio, il prezzo di trasferimento è frutto di trattative tra le due parti, che prescindono dal valore potenziale dell'impresa, pur essendone influenzate. Inoltre, i multipli possiedono dei limiti intrinseci, soprattutto dati dal fatto che essi sono condizionati fortemente dalla situazione aziendale specifica, essendo basati su misure interne alla stessa. Ad esempio, il multiplo è influenzato dalla presenza di oneri oppure proventi straordinari, dalla presenza di crediti fiscali, da situazioni temporanee di perdita. Nonostante questi limiti, il modello dei multipli può essere utilizzato come supporto ai metodi analitici sopra esplicitati, per verificare l'attendibilità o meno di una valutazione di tipo assoluto.

Dopo aver effettuato una disamina generale dei principali metodi di valutazione del capitale economico di un'impresa, è finalmente arrivato il momento di andare a operare un approfondimento sulle determinanti di tale valore, come già accennato precedentemente.

2.2 I DRIVER DEL VALORE D'IMPRESA

Nel corso di questo paragrafo verranno, come anticipato, trattati i principali driver che influenzano il valore di un'impresa; in particolare, verranno esaminati i flussi di cassa, il reddito contabile, il tasso di sconto utilizzato nelle valutazioni, la struttura finanziaria aziendale, i costi del dissesto e i costi di agenzia. Per quanto riguarda le aspettative di crescita, invece, esse occuperanno un paragrafo a parte.

2.2.1 I flussi di cassa

I flussi di cassa sono, come si è già potuto comprendere, la componente fondamentale del più utilizzato metodo di determinazione del valore d'impresa; questo è a dir poco ovvio, in quanto maggiore è il flusso di cassa prospettico che ci si aspetta dalla gestione dell'impresa, maggiore sarà il valore della stessa, sempre utilizzando il presupposto che l'impresa venga equiparata a un investimento finanziario, il quale avrà un valore maggiore se sarà maggiore la remunerazione attesa da quest'ultimo. Cambiando leggermente l'angolo di osservazione, il cash flow previsionale è la base fondamentale su cui calcolare il valore, dato che, in ultima analisi, il valore creato per gli azionisti è ciò che determina il valore potenziale della stessa. Nonostante

l'importanza che deve essere data a ciascuno degli stakeholder che intersecano relazioni con la società, quali i dipendenti, i fornitori, i clienti, le agenzie fiscali, la collettività esterna e in generale l'ambiente esterno, i soci stessi, ecc..., è possibile dire che questi ultimi, gli azionisti (o in ogni caso i soggetti che detengono la proprietà), racchiudono gli interessi di tutti i predetti portatori di interesse¹⁰³; di conseguenza, la massimizzazione del valore dipende dalla massima soddisfazione dei portatori di capitale di rischio, quindi dalla massimizzazione dei flussi di cassa prospettici.

Potendo fare una breve parentesi, una diversa corrente di pensiero sostiene invece che la massimizzazione del valore, obiettivo ultimo dell'impresa, non si limiti alla massimizzazione del valore per gli azionisti, ma alla massimizzazione del valore dell'impresa nel suo insieme¹⁰⁴. Entrambe le tesi sono valide per diverse ragioni. Per quanto attiene alla prima affermazione, potendo effettuare una riflessione, si può pensare che la massimizzazione del valore per gli azionisti si riflette su tutti gli altri stakeholder. In particolare, al fine di massimizzare il valore per gli azionisti è necessario prima soddisfare i clienti, offrendo loro un prodotto o servizio che soddisfi i loro bisogni; si deve poi creare una relazione profittabile con i fornitori, creando un legame professionale che si fondi sulla fiducia e sull'adempimento dei rispettivi obblighi (in particolare quelli finanziari); si devono poi rispettare i termini degli accordi presi con i finanziatori, quali le banche, dando a essi il modo di comprendere il merito creditizio aziendale e fornire i necessari capitali per la crescita; e così via. Si comprende, pertanto, che il benessere degli azionisti, e il conseguente valore, deriva solamente dal precedente raggiungimento di un equilibrio tra la società e gli altri portatori di capitale. Per quanto attiene alla seconda affermazione, invece, sono rilevanti i conflitti che si contrappongono tra gli interessi degli azionisti e quelli degli altri stakeholder. Ad esempio, i manager potrebbero avere obiettivi diversi dai soci, come ottenere un bonus di fine anno il più alto possibile (creando un problema a livello di agenzia), o, ancora, i dipendenti sono interessati principalmente a ottenere un maggiore welfare aziendale e una maggiore retribuzione, invece che ad innalzare il prezzo azionario¹⁰⁵.

Tornando alla trattazione dei flussi di cassa, come accennato in precedenza la valutazione dell'impresa può essere effettuata da due punti di vista, ovvero asset ed equity; inoltre, i due

¹⁰³ Così si esprime a riguardo Dessy in DESSY A. (a cura di), *Imposte, politiche finanziarie e valore azionario*, Egea, Milano, 1994, parlando dei problemi alla teoria dell'agenzia, che verranno affrontati *infra*.

¹⁰⁴ DAMODARAN A., ROGGI O., *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Apogeo, Milano, 2016.

¹⁰⁵ In questo secondo caso si può configurare una fattispecie particolare, ovvero quella dei dipendenti che vengono ricompensati attraverso le azioni a favore dei prestatori di lavoro, previste dall'art. 2349 del Codice Civile. In tale contesto i dipendenti sono interessati al valore per gli azionisti, tuttavia questa non è la sede in cui approfondire tale aspetto.

tipi di cash flow rilevanti a tal fine sono il flusso FCFO (in italiano, flusso di cassa derivante dalle attività operative) e FCFE (in italiano, flusso di cassa disponibile per gli azionisti). Entrambe le tipologie di cash flow, se si parla di misure storiche, possono essere derivate tramite la redazione del rendiconto finanziario, mentre se ci si riferisce alle misure previsionali queste possono essere lette all'interno di strumenti della contabilità direzionale quale il budget annuale e il business plan.

Chiaramente, la conoscenza dei flussi sia storici che prospettici ha utilità per i mercati finanziari. In particolare, la conoscenza della vita passata di un'impresa è necessaria per osservare come la stessa ha operato indietro nel tempo; come essa ha generato valore funzionale per la crescita e per la remunerazione degli azionisti tramite i dividendi, oltre che per capire se il valore generato è stato solamente il risultato di operazioni contabili oppure se è stato effettivamente prodotto in termini monetari¹⁰⁶; come ha reagito a situazioni macroeconomiche difficili (ad esempio, durante la crisi mondiale del 2008 oppure durante la crisi del debito sovrano degli anni 2010 e 2011); come è uscita, eventualmente, da un momento di difficoltà interno alla stessa (sia nella concezione di crisi che di insolvenza¹⁰⁷). Ben nota è, d'altro canto, la necessità di conoscere i flussi di cassa prospettici: essi, infatti, sono fondamentali per conoscere le prospettive di remunerazione derivanti dalla gestione e, di conseguenza, calcolare il valore dell'impresa.

Oltre a una funzione prettamente esterna, inoltre, i flussi di cassa prospettici sono necessari per effettuare le attività di pianificazione e di programmazione delle operazioni ordinarie di gestione: un'impresa e soprattutto il suo management, infatti, hanno la necessità di conoscere ciò che l'apparato aziendale sarà in grado di fare per il prossimo periodo amministrativo, al fine

¹⁰⁶ È importante ricordare che, per un investitore, oltre alla capacità di riuscire a produrre gli utili, il nodo fondamentale nella decisione di acquisto di un pacchetto è la propensione a fornire dividendi e ad accrescere il valore del capitale economico (quest'ultima possibile grazie, come si sa, alla produzione di cash flow); questi due parametri vanno, infatti, a formare l'interesse per gli azionisti. Da: GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991. Come si ravvisa anche *supra* (§2.1), peraltro, nel lungo periodo gli azionisti sono indifferenti a qualsiasi politica dei dividendi, tant'è che essi sono indifferenti riguardo al fatto che il loro guadagno derivi da una distribuzione di utili oppure da un accrescimento del valore del capitale investito (capital gain); tale tesi è anche sostenuta all'interno di: MODIGLIANI E., MILLER., *Dividends policy, growth and the valuation of shares*, «Journal of business», ottobre 1961. Altri punti di vista sostengono, invece, che l'accrescimento del valore del capitale sia preferita rispetto alla distribuzione del dividendo, sia per una questione psicologica (il risparmiatore, infatti, considera importante l'aumento di valore del capitale che ha investito) che fiscale (in molti stati, infatti, la tassazione del capital gain è favorevole rispetto a quella del dividendo); inoltre, mentre la massimizzazione del dividendo soddisfa solamente gli interessi degli azionisti, spesso a discapito degli altri stakeholders, la massimizzazione del valore azionario porta tendenzialmente a un benessere per tutti tali soggetti, come anche rimarcato precedentemente. Da: GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.

¹⁰⁷ Ovviamente, in questo contesto non verrà effettuato nessun tipo di spiegazione a riguardo. Per approfondimenti si consiglia la consultazione di: DE ANGELIS L. (a cura di), *Diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova, 2020, oppure di: D'ATTORRE G., *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, II ed., Giappichelli, Torino, 2022.

di poter decidere eventuali politiche di finanziamento oppure di investimento (e, in tal caso, comprendere in quale modo finanziare tali progetti), ma anche con l'intento di fornire un certo grado di sicurezza a tutti gli stakeholder aziendali. Si pensi, infatti, a una grande società quotata che intrattiene molteplici relazioni di tipo commerciale e finanziario: nella prima situazione la sicurezza mostrata ai fornitori può essere fondamentale per il mantenimento di condizioni di fornitura adeguate; nel secondo caso, invece, poter fornire un certo grado di sicurezza riguardo ai flussi finanziari in entrata che caratterizzeranno la gestione della società può essere d'aiuto per ottenere un maggior livello di fiducia da parte delle banche in merito alla solvibilità delle operazioni di finanziamento in essere oppure da parte degli azionisti, i quali hanno investito nella società consapevoli (oppure speranzosi) del fatto che il titolo da loro acquistato accrescerà di valore in modo adeguato. Tutto ciò, in un certo senso, può essere ripetuto anche per quanto riguarda i flussi di cassa storici, in quanto essi aiutano l'impresa a far conoscere le performance passate ai vari stakeholder. Non a caso, d'altronde, questo tipo di comunicazione societaria è ritenuta obbligatoria, in quanto può essere tranquillamente considerata "price sensitive", ovvero capace di influenzare il prezzo dei titoli¹⁰⁸.

Nonostante le molteplici funzioni e i molteplici scopi per i quali i flussi di cassa possono essere utilizzati in modo produttivo, essi portano con sé alcuni problemi, derivanti da vari fattori. Per quanto riguarda i flussi di cassa storici, il principale problema che potrebbe porsi è che essi, essendo derivati tramite le voci che sono contenute in due stati patrimoniali e in un conto economico, vengono influenzati dalle regole che vengono adoperate per la redazione del bilancio di esercizio¹⁰⁹. In particolar modo, le differenti legislazioni in tema di bilancio di esercizio¹¹⁰ producono, anche a livello della stessa impresa, differenti risultati a livello di saldi di bilancio, anche in ragione dei diversi principi su cui si basano i diversi assetti normativi. Per esempio, per quanto riguarda la valutazione delle immobilizzazioni, secondo il Codice Civile (e, quindi, anche secondo gli OIC) il criterio che deve essere utilizzato è quello del costo storico, mentre secondo i principi contabili internazionali è quello del fair value. Tali differenze si protraggono lungo tutto il percorso che porta alla redazione del bilancio di esercizio, per cui

¹⁰⁸ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", art. 114, c. 1.

¹⁰⁹ Come è noto, il bilancio di esercizio viene redatto sulla base di alcuni principi, i quali, secondo l'art. 2423, c. 2, del Codice Civile, possono essere così riassunti: "Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio". Per un approfondimento, si consiglia: SOSTERO U., SANTESSO E., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, II ed., Egea, Milano, 2018.

¹¹⁰ Tra queste, si ricordano le due in vigore nello stato italiano e applicate alle società con sede nel medesimo, ovvero la normativa prevista dal Codice Civile, ampliata dai principi emanati dall'OIC (Organismo Italiano di Contabilità), e dai principi contabili internazionali IAS (International Accounting Standards) e IFRS (International Financial Reporting Standards), emanati dallo IASB (International Accounting Standards Board).

anche nella fase in cui devono essere effettuate le scritture di assestamento. Per procedere con l'esempio di cui sopra, a fronte di diversi valori assunti dallo stesso cespite (a seconda che si utilizzino gli uni o gli altri principi contabili) si avranno anche diverse quote di ammortamento da attribuire a ciascun esercizio. Questo è solo un esempio, il quale però fa capire che le componenti che valorizzano le varie voci del bilancio di esercizio comunque possiedono, per quanto possano essere misure storiche, elementi soggettivi, i quali cambiano a seconda del soggetto che effettua le stime di bilancio e anche a seconda di quali principi contabili vengono adottati dalla società in questione. Questa soggettività presente all'interno dello stato patrimoniale e del conto economico, tuttavia, non si diffonde all'interno del rendiconto finanziario, dato che, innanzitutto, i costi e i ricavi non monetari vengono rettificati al fine di annullare il loro impatto, e, successivamente, degli elementi patrimoniali rimane solamente la variazione da un esercizio a un altro, dovuta ad acquisizione/dismissione di attività e all'accensione/estinzione di passività.

Un'altra categoria di problema riguardante i flussi di cassa storici è legato a comportamenti fraudolenti tenuti dalla governance durante la redazione delle scritture contabili e del bilancio stesso. Potrebbero esserci situazioni in cui la società si trova in un apparente stato di crisi o di insolvenza, oppure ancora in uno stato di eccessiva sotto-patrimonializzazione o di pressione dovuta a un nuovo importante investimento, oppure in un contesto in cui ha subito grosse perdite dovute a svalutazioni dei propri asset. In tutte questi casi il management aziendale, invece di affrontare il proprio problema con i vari soggetti interessati, potrebbe al contrario essere portato ad occultare tali difficoltà per evitare di andare incontro a conseguenze negative (mentre in realtà sta solo ritardando la loro manifestazione). Tali occultamenti, in particolare, si pongono in essere tramite falsificazioni delle stime contabili oppure delle vere e proprie false scritture della contabilità generale¹¹¹; omissione dell'obbligo di informazione societaria; la creazione di ricavi fittizi.

¹¹¹ Si pensi, per esempio, al caso della società americana Enron, operante nel campo della fornitura energetica. Un problema della società è stato l'approccio contabile per la registrazione dei ricavi: veniva, infatti, utilizzato il cosiddetto metodo "mark to market", il quale presupponeva di rilevare i ricavi non nel momento in cui effettivamente venivano percepiti, ma quando veniva sottoscritto un contratto di fornitura energetica, che poteva però antecedere di diverso tempo l'effettivo servizio; nel momento in cui, però, i ricavi non venivano incassati, la società doveva registrare delle perdite. Ad esempio, Enron perse 900 milioni di dollari di ricavi non incassati registrati precedentemente dopo aver effettuato un investimento in una centrale energetica indiana. Un altro dei motivi delle difficoltà sono stati gli investimenti molto rischiosi che l'impresa ha compiuto e che non hanno avuto il ritorno sperato: ad esempio, Enron ha effettuato un investimento nella "dotcom" Rhythms e, per proteggersi da eventuali perdite di valore, ha creato una società veicolo (SPV, Special purpose vehicle), finanziata con le azioni della Enron stessa, che avrebbe dovuto risarcire Enron nel caso di perdite della dotcom. Nel momento in cui, effettivamente, la Rhythms ha perso valore, Enron si è trovata in difficoltà, in quanto si è assicurata contro il fallimento dei suoi investimenti con le proprie azioni. Le SPV, inoltre, venivano utilizzate da Enron per ottenere capitale di finanziamento senza, formalmente, indebitarsi, in quanto il debito veniva prima concesso alle SPV

Per quanto riguarda i flussi di cassa prospettici, invece, il primo problema che si può opporre sta nell'incertezza legata alla previsione degli stessi. In particolare, le stime che vengono effettuate dai manager ai vari livelli aziendali durante le procedure di programmazione aziendale non possono essere certe oltre ogni ragionevole dubbio, ma presentano sempre un margine di errore, più o meno trascurabile, a seconda del tipo di previsione che viene effettuata. Predire il futuro, infatti, è impossibile, si possono solamente effettuare delle ipotesi, basate su analisi dei dati passati, indagini di mercato e osservazioni del contesto macroeconomico generale, al fine di ridurre il più possibile il grado di incertezza legato a tali previsioni. Tale precarietà delle affermazioni riguardanti i flussi di cassa prospettici, inoltre, ha un impatto sul costo del capitale, in quanto i portatori di capitale, a fronte di un ritorno monetario dal loro investimento più incerto, pretenderanno che lo stesso sia maggiore, a fronte del maggiore rischio corso¹¹²; questo, di conseguenza, si va a riflettere sul prezzo dell'investimento stesso, il quale diminuisce a fronte del maggiore rischio che deve essere corso dagli azionisti¹¹³. Se poi, in particolare, viene fatto riferimento al capitale di finanziamento, un maggiore costo dello stesso porterà a maggiori costi in termini di oneri finanziari da rimborsare¹¹⁴.

Un secondo problema, invece, risiede nei comportamenti opportunistici che possono essere assunti dai manager in sede di redazione del budget annuale; in particolare, il problema consiste nelle cosiddette risorse di riserva, oppure riserve di risultato, oppure ancora budget slacks¹¹⁵. I manager aziendali, non raramente, vengono ricompensati (sia dal punto di vista retributivo, ma non solo) sulla base, tra le altre cose, del rispetto del budget fissato all'inizio del periodo di

(utilizzando come garanzia asset di Enron poco "affidabili") e poi girato alla società principale. La miccia che ha dato il via alle indagini e alle vendite massicce di azioni è stata semplicemente una voce, un cosiddetto rumor, che ha preso piede nel 1999, secondo il quale Enron non era che un "castello di carte", la quale ha appunto portato a una serie di verifiche, anche da parte della SEC (Securities and Exchange Commission, l'equivalente statunitense della Consob), che hanno condotto al collasso del titolo azionario e al fallimento. Dal sito web: <https://forbes.it/2021/12/02/enron-20-anni-truffa-rivelo-lato-oscuro-wall-street/>.

¹¹² Il tema del costo del capitale e del tasso di sconto verrà comunque approfondito *infra* (§2.2.3).

¹¹³ Tali soggetti, infatti, per correre un rischio maggiore devono essere incentivati tramite un importo iniziale pagato minore, a parità di altre condizioni.

¹¹⁴ Le banche (e in generale i portatori di capitale di terzi), fondano le loro attese di remunerazione (quindi, semplificando, il tasso di interesse) sul merito di credito del cliente, ovvero sulla sua capacità di effettuare i pagamenti entro le scadenze e per gli interi importi. Per comprendere questo merito la banca formula il giudizio di rating (o lo acquisisce da apposite società), il quale è influenzato da informazioni qualitative (come il posizionamento competitivo o l'andamento generale del settore), informazioni qualitative (spesso composte da prospetti economico-finanziari) e andamentali (relative cioè ai precedenti rapporti del cliente con il sistema bancario). Si comprende, pertanto, come siano rilevanti, tra le altre cose, le informazioni relative ai flussi di cassa prospettici e all'attendibilità delle stesse. Dal sito web: <https://www.mfcentralerisk.it/centrale-rischi-e-rating-bancario/>.

¹¹⁵ ANTHONY R., HAWKINS D., MACRÌ D., MERCHANT K., *Sistemi di controllo. Analisi economiche per le decisioni aziendali*, XIV ed., McGraw-Hill, Milano, 2018.

riferimento: il verificarsi di varianze¹¹⁶ negative, infatti, comporta un ammonimento da parte dei vertici aziendali oppure la non corresponsione di un certo premio promesso mentre, nel caso di varianze positive, si avrà la consegna di quanto stabilito oppure, ad esempio, una promozione a livello lavorativo. A fronte di quanto appena detto, pertanto, il management potrebbe essere indotto a presentare proposte di piani (in sede dell'attività di budgeting) che alterano deliberatamente i flussi di cassa previsionali al fine di ottenere una maggiore quantità di risorse durante la fase di allocazione delle stesse oppure semplicemente per fissare degli obiettivi di budget più agevoli da raggiungere. Tutto questo è possibile grazie alle asimmetrie informative che sono presenti tra i manager cosiddetti "operativi" (ovvero più a stretto contatto con l'attività caratteristica quotidiana dell'azienda) e il vertice aziendale: i primi, infatti, essendo immersi nell'esecutività dell'azienda, possiedono una conoscenza più approfondita delle esigenze che il complesso di beni e persone necessita, a partire dagli approvvigionamenti fino alle esigenze del personale e ai costi energetici; i secondi, d'altro canto, pur essendo i soggetti responsabili, in ultima battuta, di tutte le attività che vengono svolte e di tutti gli avvenimenti che accadono all'interno della società, e pur possedendo la guida della stessa (anche per quanto riguarda la definizione della strategia aziendale e dell'approvazione o meno del budget e del business plan), hanno una comprensione degli effettivi costi e delle dinamiche pratiche interne meno approfondita rispetto ai manager di livello inferiore. I budget slacks, in conclusione, hanno l'effetto di alterare costi e ricavi previsionali, con l'immediata conseguenza di modificare anche i flussi di cassa prospettici e, a cascata, il valore dell'impresa stessa.

2.2.2 *Il reddito contabile*

Quanto è stato espresso per i flussi di cassa si può ripetere anche per quanto riguarda il reddito contabile: esso, infatti, è il risultato che si desume leggendo l'ultima voce del conto economico e, in quanto output di una sommatoria, dipende da una serie di componenti, le quali, come già ricordato precedentemente, dipendono a loro volta da una serie di regole e principi dettati dalla normativa in materia contabile. Il risultato netto di esercizio, anche se si riferisce a fatti avvenuti nel passato, non potrà mai, per l'appunto, fornire una misura del reddito che è stato effettivamente creato. Ad avvalorare questa affermazione si può effettuare un ragionamento. Il reddito contabile è la misura di un risultato, ovvero di quello della gestione dell'azienda, tuttavia non vi è una unica misura di ogni fatto che viene osservato e preso in

¹¹⁶ Una varianza, nella contabilità direzionale, indica una differenza tra un certo importo programmato e quello effettivo, sia che si parli di costi che di ricavi (intesi nel senso allargato dei termini).

considerazione per il calcolo del reddito; esistono, infatti, misurazioni quantitative e qualitative di ciascun elemento, le quali possono portare a misurazioni differenti a seconda del soggetto che le effettua.

In secondo luogo, anche il reddito può essere influenzato dalle distorsioni generate dal management in sede di budgeting (per quanto riguarda il reddito prospettico), potendo questo modificare le componenti di costo e di ricavo previsionali al fine di ottenere un budget più “vantaggioso” e obiettivi operativi meno onerosi, o comunque più facili da raggiungere, nonché può essere alterato dalla governance aziendale in sede di bilancio ai fini della commissione del reato di frode contabile (per quanto attiene invece al reddito storico).

D'altra parte, tuttavia, il reddito contabile presenta alcune differenze importanti rispetto ai flussi di cassa, già accennate in precedenza¹¹⁷. Innanzitutto, il reddito contabile prospettico utilizzato per il calcolo del capitale economico dell'impresa solitamente viene preso in considerazione nella sua versione normale, media, quindi senza considerare la distribuzione della formazione del reddito durante ciascun anno. Se da un lato ciò può limitare la conoscenza dei dati utilizzati, dall'altro è più semplice da stimare; inoltre, appare più conveniente possedere un dato parziale sul reddito piuttosto di un dato su flussi di cassa “incerti o addirittura illusori”¹¹⁸. In secondo luogo, i redditi prospettici seguono il principio contabile della competenza economica, vale a dire che sono contabilizzati quando vengono creati, a prescindere dalla loro manifestazione finanziaria. Questa regola che deve essere seguita dall'utile netto è particolarmente importante, in quanto consente di considerare la ricchezza che viene creata nel periodo, non solamente quella che viene “incassata”. Del resto, anche se un reddito non è detto che venga incassato, è anche possibile che un flusso di cassa non dipenda da un valore reddituale che si manifesta¹¹⁹.

2.2.3 *Il tasso di sconto*

Il tasso di sconto, oppure tasso di attualizzazione (e, nel calcolo del montante, tasso di capitalizzazione), oppure ancora costo del capitale, è il terzo driver per la determinazione del valore dell'impresa che verrà trattato, e può avere diverse definizioni, che si accompagnano ad altrettanti significati. Innanzitutto, esso è il tasso a cui vengono scontati (o, in altre parole,

¹¹⁷ Vedere §2.1.

¹¹⁸ GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.

¹¹⁹ Come dice Guatri in GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991., infatti, “si può anche generare cassa senza produrre reddito”.

attualizzati) i flussi di cassa oppure il risultato contabile per la determinazione del valore aziendale; si è già detto più volte, infatti, che il valore del capitale economico è dato dai flussi di cassa che un investitore si aspetta di ricevere in un determinato periodo di tempo. Potendo dare una definizione di carattere teorico, invece che meramente operativo, esso è il tasso a cui un soggetto, in generale, deve investire una certa somma di disponibilità finanziarie per averne un'altra in un certo momento futuro. Il tasso di attualizzazione è fondamentale, in quanto il denaro assume un valore diverso con il passare del tempo: ad esempio, 10.000\$ nel 2023 sono ben diversi da 10.000\$ nel 1880. È per questo motivo che è necessario comprendere come i flussi di cassa derivanti dalla futura gestione aziendale avranno un valore diverso rispetto a quando sono stati ipotizzati. Potendo fare un altro esempio, se a inizio 2023 viene ipotizzato che la società Alfa produrrà un FCFO a fine 2023 pari a 1000€, a inizio 2023 tale somma avrà un cosiddetto valore attuale inferiore; ecco quindi che il tasso di sconto permette di comprendere quanto varranno quei 1000€ a inizio 2023. Le disponibilità liquide cambiano di valore perché, in generale, è possibile effettuare degli investimenti; se essi non vengono attuati, tuttavia, un ipotetico soggetto sostiene un costo opportunità pari al rendimento che essi genererebbero e a cui egli ha rinunciato; tale costo opportunità è pari al tasso di sconto che viene utilizzato, il tasso che rende equivalenti due somme di denaro diverse in due diversi momenti.

In secondo luogo, il tasso di attualizzazione può essere definito come costo del capitale; il costo del capitale, in particolare, è quel rendimento che i portatori di capitale dell'impresa si aspettano dal loro investimento: i soci di una società, infatti, hanno delle pretese di remunerazione rispetto al capitale che hanno impiegato, così come i finanziatori (come le banche) prestano le loro disponibilità finanziarie all'impresa aspettandosi che essa paghi un tasso di interesse adeguato. Le attese di remunerazione, ad ogni modo, non sono sempre invariate, ma dipendono innanzitutto dalla natura di capitale che viene apportato: gli azionisti, infatti, si attenderanno un ritorno maggiore rispetto ai finanziatori bancari, per cui il costo del capitale di rischio è maggiore del costo del capitale di debito. La ragione di questa sorta di "discriminazione" è da ricercarsi nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e nel Codice Civile: il primo, infatti, all'art. 221, stabilisce l'ordine di ripartizione dell'attivo di liquidazione durante le procedure di liquidazione giudiziale. In particolare, al c. 1, lett. d, stabilisce che "le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo sono erogate [...] d) per il pagamento dei crediti postergati"¹²⁰; il secondo, invece, all'art. 2280, c. 1, prevede che "i liquidatori non possono

¹²⁰ D.lgs. 19 gennaio 2019, n. 14, "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza", art. 221, c. 1.

ripartire tra i soci, neppure parzialmente, i beni sociali, finché non siano pagati i creditori della società o non siano accantonate le somme necessarie per pagarli”¹²¹. Si riesce facilmente a comprendere, quindi, che gli azionisti incorrono in un maggiore livello di rischio, in quanto è più facile che essi, in una situazione di liquidazione della società, si ritrovino senza capitale residuo dopo la distribuzione dell’attivo effettuata nei confronti dei creditori sociali, i quali sono evidentemente soggetti a un rischio di credito minore, ed è questa la ragione per cui si aspettano un ritorno maggiore dal loro investimento.

Costo del capitale e rischio sono due concetti che, come si è potuto capire, sono direttamente correlati: maggiore è il rischio che viene corso dai portatori di capitale nel finanziamento dell’impresa, maggiore è il rendimento che essi si aspettano dalla gestione della stessa; si tratta di uno dei principi fondamentali della finanza, ovvero il principio rischio-rendimento. In linea generale, qualsiasi investitore si può definire come intrinsecamente avverso al rischio, cioè contrario a esso, in misura più o meno forte; si sarà in presenza, pertanto, di investitori disposti a correre un rischio maggiore di altri, a prescindere dalle condizioni esterne del mercato. In secondo luogo, si ipotizzi un titolo che non possiede rischio¹²² e che offre un certo rendimento (il quale si può anche denominare tasso risk-free): si capisce, unendo i due punti, che l’investitore è disposto a investire in un titolo diverso da quello privo di rischio solamente nel caso in cui gli viene promesso (o si aspetta da tale titolo) un rendimento maggiore rispetto a quello risk free, a parità di altre condizioni (quale, ad esempio, l’avversione al rischio).

Il rischio, nella determinazione del costo del capitale, assume pertanto un ruolo fondamentale, tuttavia esso deve essere differenziato in base al soggetto finanziatore; se precedentemente era stata data una motivazione di natura giuridica, ora è bene esternalizzare anche le ragioni di natura economica. In primo luogo, con riferimento ai portatori di capitale di terzi, la rischiosità di una società dipende principalmente dal rischio di credito della stessa. In linee essenziali, il rischio di credito è la probabilità che un debitore non riesca a rimborsare il proprio debito entro la scadenza e in maniera integrale. Appare superfluo dire, ma nemmeno troppo, che il rischio di insolvenza, principale determinante del rischio di credito, ha una correlazione inversamente proporzionale con la capacità dell’impresa di generare flussi di cassa, i quali chiaramente sono necessari per effettuare i rimborsi dovuti entro le scadenze previste, nonché con la stabilità di tali flussi: volatilità, infatti, è sinonimo di rischio, in quanto maggiore è l’incertezza legata alla manifestazione dei flussi di cassa e maggiore è il rischio che

¹²¹ *Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, “Codice Civile”, art. 2280, c. 1.*

¹²² Nella realtà, gli strumenti finanziari che si avvicinano di più a questo sono i titoli di stato di alcuni paesi come Canada o Germania. Dal sito web: <https://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating> il giorno 12/04/2023.

l'impresa possa trovarsi senza mezzi finanziari utili a pagare i debiti in scadenza. Infine, mantenendo costante il debito e la capacità di generare flussi di cassa in entrata, se le attività aziendali sono più liquide il rischio di insolvenza diminuisce in quanto l'impresa, in uno stato di imminente insolvenza, possiede una facilità maggiore di vendere tali asset per adempiere ai propri debiti¹²³.

Il rischio di credito viene determinato dal finanziatore attraverso il rating (solitamente una banca oppure un'agenzia di rating specializzata nella sua produzione), ovvero una valutazione riguardante proprio la capacità di assolvimento dei debiti da parte del soggetto finanziato. Il rating, in linee alquanto generali, si compone attraverso il recepimento di diverse informazioni, siano esse quantitative, qualitative e andamentali: le prime fanno riferimento a dati di natura economico-finanziaria della società (ad esempio i bilanci e i relativi indici); le seconde comprendono dati relativi, ad esempio, alla composizione della governance, al mercato di riferimento, alla presenza o meno di un business plan oppure a una valutazione della strategia aziendale; le ultime, infine, riguardano il rapporto che la società ha con il sistema bancario e fanno riferimento a relazioni di credito passate e in essere con altre banche, situazioni di insolvenza oppure di difficoltà, nonché ad anomalie segnalate dal sistema bancario¹²⁴. Il principale problema che è legato al rating, con particolare riferimento alle imprese quotate, sta nel fatto che un mutamento nel rating della società operato da un'agenzia di rating (quali, ad esempio, Standard & Poor's oppure Moody's) modifica anche l'immagine esterna della società: un aumento del rating dell'impresa, infatti, è visto agli occhi del mercato finanziario come un miglioramento della stabilità dell'impresa, nonché della sua redditività, con l'immediata conseguenza di aumentare il prezzo di quotazione dei titoli finanziari collegata a tale ditta (come il prezzo delle azioni oppure quello delle obbligazioni); al contrario, un peggioramento del rating ha il potere di influenzare il mercato nella direzione opposta, in quanto un peggioramento dello stesso può instillare preoccupazione negli investitori, con il conseguente deterioramento del prezzo di listino dei titoli¹²⁵.

Oltre a una componente meramente legata all'insolvenza del debitore, il rischio di credito possiede un'altra importante componente, ovvero il rischio di migrazione¹²⁶, legato al *variare*

¹²³ DAMODARAN A., ROGGI O., *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Apogeo, Milano, 2016.

¹²⁴ Quello che è appena stato descritto è il metodo base che viene utilizzato direttamente dalle banche per la produzione di un rating; ad ogni modo, questo non è l'unico metodo, ma ciò non verrà approfondito in questa sede.

¹²⁵ Se si fa un ragionamento più allargato, ciò può accadere anche per uno stato sovrano, con però conseguenze più importanti: un peggioramento del rating dei titoli di stato, infatti, porta a un aumento della spesa pubblica per interessi, i quali aumenterebbero a causa del maggiore rischio collegato alle nuove emissioni di titoli di stato, con la conseguenza di un peggioramento del debito pubblico e quindi della bilancia finanziaria del paese (a parità di altre condizioni, chiaramente).

¹²⁶ DAMODARAN A., ROGGI O., *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Apogeo, Milano, 2016.

del merito creditizio del cliente: oltre quindi al fattore statico della valutazione del rischio, pertanto, si aggiunge anche una componente dinamica dello stesso, legata al variare delle condizioni operative, finanziarie e competitive già definite al momento dell'emissione del rating. In particolare, è proprio per il rischio di migrazione che le agenzie di rating, solitamente, modificano la valutazione del merito creditizio delle società. Il cambiamento del rating di una società, ad ogni modo, può essere dovuto, oltre che al rischio di migrazione, anche da elementi esterni all'impresa e relativi al contesto economico in cui si trova. In particolare, la variazione del rating dell'impresa può essere dovuta a una modifica della valutazione del merito creditizio dello stato in cui opera la società stessa: si sa, infatti, che il cosiddetto ambiente macroeconomico influenza in maniera molto importante la rischiosità delle imprese in cui vi operano, basti pensare a un soggetto che deve prendere la decisione di effettuare un investimento in una società quotata residente in Canada oppure in una residente in Ucraina.

Il rischio di credito, e di conseguenza anche il costo del capitale di debito, dipende anche da altri fattori, legati soprattutto all'ammontare del debito rispetto al patrimonio netto societario; di questo, tuttavia, se ne parlerà *infra*, dove verranno approfonditi i temi della struttura finanziaria e di come essa possa influenzare il valore dell'impresa (§2.2.4). Un ruolo importante, infine, viene giocato dall'economia e dalle sue fasi cicliche (come anche detto poc'anzi): in una fase di depressione del ciclo economico, in cui i mercati sono tendenzialmente più prudenti a causa della maggiore incertezza, i prezzi dei titoli di debito delle società (un metodo di finanziamento alternativo a quello bancario e maggiormente diffuso nei paesi anglosassoni) tendono a diminuire, a fronte di un aumento dei tassi di interesse legati proprio alla maggiore rischiosità del contesto macroeconomico.

In secondo luogo, con riferimento ai portatori di capitale di rischio, il costo del capitale è influenzato da diversi fattori, rispondenti a due diversi modelli di calcolo del medesimo. Innanzitutto, il costo del capitale proprio è stato dedotto attraverso la seconda proposizione di Modigliani e Miller, la quale vuole dimostrare che il costo del capitale proprio deve aumentare a fronte dell'aumento dell'indebitamento, nell'ipotesi in cui il rischio operativo rimanga costante¹²⁷. A causa delle molte ipotesi semplificatrici che sono alla base del modello, vale a dire l'esclusione dell'ipotesi dei costi del dissesto (di cui ci si occuperà *infra*), l'equivalenza dei margini con i flussi, la costanza del rischio operativo, un mercato finanziario efficiente in

¹²⁷ La spiegazione delle proposizioni di Modigliani e Miller, la quale esula dallo scopo del presente elaborato, non verrà illustrata. Per approfondimenti, si rinvia ai lavori originali, ovvero: MODIGLIANI F., MILLER M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment, in American Economic Review*, 1958, e: MODIGLIANI F., MILLER M., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction, in American Economic Review*, 1963.

modo forte, esso non viene utilizzato nella pratica, anche perché esso necessita, per calcolare il costo del capitale di rischio, di conoscere il valore di mercato dell'equity, il quale però dovrebbe essere calcolato utilizzando il costo del capitale di rischio stesso.

Ciò che viene utilizzato nei mercati finanziari reali, invece, è un modello che si prefigge di utilizzare i dati provenienti nel mercato; esso segue pertanto una logica naturale, ovvero quella di utilizzare dati già presenti nel sistema, non che devono essere ipotizzati, e di non adottare ipotesi eccessivamente semplificatrici. Questo metodo è il conosciuto CAPM (Capital Asset Price Model), il quale utilizza il tasso privo di rischio, il rendimento medio per il mercato nel suo complesso e la rischiosità di un titolo rispetto al mercato stesso (il ben noto beta, β). Innanzitutto, il tasso privo di rischio non fa solitamente riferimento a un tasso di rendimento che, effettivamente, non incorpora nessun rischio (anche perché, interpretando alla lettera la relazione rischio-rendimento, tale titolo non dovrebbe prevedere alcun rendimento), bensì al tasso di interesse che solitamente viene offerto dai titoli di stato con scadenza a 10 anni.

Successivamente è necessario considerare il rendimento medio per il mercato nel suo complesso (detto anche Country Risk Premium), il quale incorpora una componente legata al cosiddetto rischio paese, ovvero il rischio che un capitale investito all'estero si svaluti o non venga rimborsato a causa di circostanze legate al sistema politico ed economico dello stesso. In ragione di ciò, è giustificato dire che maggiore è il rischio del paese in cui si trova la società quotata, maggiore sarà il rendimento per il mercato nel suo complesso e, pertanto, maggiore sarà il rendimento che un portatore di capitale proprio richiederà per investire in detta società (in altre parole, sarà maggiore il costo del capitale di rischio). Essendo che il rischio paese è dato dalla possibilità che un investimento nello stato in questione subisca delle perdite di valore, è necessario tenere conto anche del tasso di inflazione che caratterizza l'economia dello stesso; essa, come si sa, è la perdita di potere di acquisto della moneta derivante da un aumento generalizzato dei prezzi, tenuto conto di un mantenimento dell'ammontare dei salari. Se un soggetto effettua un investimento che gli procura un ritorno pari allo 0% (o comunque inferiore al tasso di inflazione), il valore dello stesso verrà eroso dall'inflazione, la quale è causata dalla crescita dell'economia di uno stato¹²⁸. Si comprende, pertanto, come il livello del tasso di inflazione influenzi il costo del capitale di rischio: un maggiore indice dei prezzi al consumo innalzerà le aspettative di remunerazione degli azionisti a causa di un aumento del rischio di

¹²⁸ Il tasso di inflazione non dipende solamente dalla crescita di un paese, ma anche, ad esempio, da una situazione di crisi energetica o delle materie prime, in cui i prezzi di tali elementi aumentano a causa dell'offerta ristretta; ciò causa un innalzamento dei costi per le imprese che utilizzano tali materiali, che porterà a un aumento dei prezzi dei prodotti finiti (a meno che la proprietà aziendale non decida volutamente di abbassare il proprio utile netto).

non ricevere un ritorno adeguato, il che porterà ad aumentare, in conclusione, il costo del capitale dell'impresa e, in ultima battuta, a un abbassamento del suo valore. La medesima cosa può essere letta anche in maniera operativa: un innalzamento dell'inflazione provoca un aumento del rischio paese (in quanto diminuisce il tasso di crescita reale dello stesso)¹²⁹, che farà aumentare il Country Risk Premium e, in conclusione, il costo del capitale proprio.

In terzo luogo è necessario prendere in considerazione il cosiddetto Market Risk Premium (MRP), il quale indica il maggior rendimento del mercato rispetto all'andamento dei titoli di stato del paese (il quale, si ricorda, viene espresso tramite il tasso risk free); esso, semplicemente, si differenzia dal CRP in quanto tiene conto dell'andamento del mercato dell'equity. Tale elemento dovrà essere posto a confronto con il beta della società che viene presa in considerazione: esso, infatti, è un indicatore della volatilità del titolo azionario rispetto all'andamento generale del mercato. Si sa, come ricordato anche in precedenza, che una società non è indifferente rispetto all'andamento dell'economia: ci possono essere imprese il cui prezzo subisce variazioni nello stesso modo del mercato nel suo complesso (si pensi, ad esempio, a una holding immobiliare in un periodo di recessione), oppure nel modo contrario (si pensi, ad esempio, alle società energetiche dal 2022 ad oggi); il beta, pertanto, misura in quale modo si dovrebbe muovere il prezzo di listino rispetto al mercato nel suo complesso. Dal prodotto tra MRP e beta, in conclusione, si può trarre il rendimento specifico della società in questione: esso può essere chiamato Equity Risk Premium (ERP) e assume il significato di maggior rendimento che gli investitori si aspetteranno dal titolo rispetto al tasso privo di rischio; di conseguenza, se esso viene sommato al tasso risk free, consentirà di ottenere il tasso di remunerazione del capitale di rischio. È semplice concludere, quindi, come la derivazione del costo del capitale di rischio dai mercati finanziari sia molto più coerente con la logica degli stessi, essendo questo un modello che utilizza dati derivati dal mercato per effettuare una valutazione di mercato utile, in ultima analisi, al mercato.

Si può facilmente comprendere come il tasso di sconto, utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa o del reddito netto durante il calcolo del valore dell'impresa, comprenda al suo interno un insieme molto ampio di significati, che vanno dalla situazione economico-finanziaria dell'impresa fino al tasso di inflazione di uno stato. D'altronde, il calcolo dell'enterprise value non può prescindere da una valutazione che va al di là dei confini della singola impresa, in quanto essa si trova, appunto, in un contesto che è molto più grande.

¹²⁹ La crescita reale è diversa dalla crescita nominale: ad esempio, se il PIL di uno stato cresce, in termini nominali, del 5% su base annua, ma il tasso di inflazione sul medesimo periodo è pari al 3%, la crescita reale, effettiva, del paese è solamente del 2%.

2.2.4 La struttura finanziaria aziendale e i costi del dissesto

Come è già stato anticipato *supra*, la struttura finanziaria è anch'essa un elemento che influenza il valore dell'impresa; questo in ragione del fatto che l'indebitamento comporta il pagamento periodico di interessi, calcolati sul debito stesso, i quali sono, secondo la normativa italiana in materia fiscale, deducibili. In particolare, gli interessi passivi sono deducibili in ogni periodo di imposta, ma con dei limiti: l'ammontare dedotto dal reddito imponibile, infatti, non deve superare il totale degli eventuali interessi attivi e proventi finanziari assimilati che sono di competenza dell'anno fiscale in questione e di quelli che sono stati riportati dai periodi di imposta precedenti¹³⁰. Inoltre, gli eventuali interessi passivi eccedenti tale somma possono essere dedotti per un importo massimo pari al 30% del reddito operativo lordo della gestione caratteristica (ROL) del periodo di imposta, nonché all'eventuale 30% di ROL riportato da esercizi precedenti (dopo che questo importo è stato utilizzato per dedurre gli interessi passivi di tali periodi di imposta). L'eventuale importo residuo di interessi passivi può essere portato in deduzione negli esercizi successivi (a patto che, in tali esercizi successivi, risulti un'eccedenza di interessi attivi e del 30% del ROL rispetto agli interessi passivi dei medesimi periodi). Gli eventuali interessi attivi che eccedono l'importo degli interessi passivi, così come la quota del 30% del ROL non utilizzata per lo stesso scopo, possono essere utilizzati per la deduzione degli interessi passivi riportati dagli esercizi precedenti; inoltre, l'eventuale residuo delle due suddette grandezze possono essere riportate negli esercizi successivi in deduzione degli interessi passivi di tali periodi di imposta successivi.

Tralasciando i tecnicismi previsti dalla normativa italiana in materia fiscale, si può comprendere come il debito, in generale, consenta di ottenere un aumento del valore dell'impresa, proprio a causa del cosiddetto scudo fiscale generato dalla deducibilità dei debiti; lo scudo fiscale si può definire come il maggiore valore che un'impresa cosiddetta levered (cioè che utilizza l'indebitamento per finanziarsi) possiede rispetto alla stessa impresa unlevered (vale a dire finanziata solamente con il capitale proprio). Se si considera una versione della prima teoria di Modigliani e Miller in cui sono presenti le imposte, infatti, si comprende come la struttura finanziaria aziendale ha un impatto importante sul valore dell'impresa: più alto è il valore dell'indebitamento maggiori sono gli interessi passivi, quindi maggiore è l'importo degli scudi fiscali e maggiore è il valore delle attività dell'impresa. Portando questa affermazione all'estremo, si può dire che il valore dell'impresa viene massimizzato se questa è finanziata

¹³⁰ DPR 22 dicembre 1986, n. 917, "Testo unico delle imposte sui redditi", art. 96, e VIOTTO A., *Lezioni sull'IREES delle società di capitali residenti*, Cacucci Editore, Bari, 2020.

solamente tramite l'indebitamento, in quanto viene massimizzato l'effetto degli scudi fiscali. L'effetto dell'indebitamento si può notare anche considerando la seconda teoria di Modigliani e Miller: riprendendo i concetti *supra* illustrati (§2.2.3), il costo del capitale di debito è minore del costo del capitale di rischio, per le ragioni già spiegate; da ciò deriva che il costo medio ponderato del capitale diminuisce man mano che aumenta il peso del debito rispetto al totale dei finanziamenti, in quanto il peso assunto dal costo del capitale proprio è sempre minore, diventando pari al costo del debito stesso quando l'impresa viene finanziata solamente con capitale di debito.

Quanto appena illustrato, tuttavia, non è fattibile: è impensabile, infatti, che nel mondo reale un'impresa si finanzi solamente tramite capitale di terzi. Oltre che razionalmente impossibile, inoltre, il Codice Civile, all'art. 2484, c. 1, lett. 4, dispone, come causa di scioglimento della società, la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale (sancito invece dagli artt. 2327 e 2463); oltre che secondo una normale logica, pertanto, anche il legislatore ha previsto un obbligo di capitalizzazione minima per le società.

Oltre alle ragioni giuridiche e guidate puramente dalla razionalità, l'impossibilità di finanziamento solamente attraverso l'indebitamento ha anche delle ragioni di carattere economico. In particolare, il debito crea una certa pressione sulla gestione aziendale, la quale ha l'obbligo contrattuale di effettuare i pagamenti dovuti in maniera integrale ed entro le scadenze prefissate; se queste condizioni non vengono rispettate l'impresa sarà inadempiente e, in determinati casi, si parlerà di dissesto finanziario (o default), ovvero l'incapacità dell'impresa di adempiere alle proprie obbligazioni finanziarie. Il dissesto finanziario, ad ogni modo, è diverso dall'insolvenza (ovvero il fallimento secondo la vecchia normativa di diritto fallimentare), la quale è "lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fattori esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni"¹³¹; si capisce, pertanto che la differenza tra i due stati patologici dell'impresa sta nella manifestazione esterna della situazione di default. Il cosiddetto fallimento di una società porta con sé i costi del dissesto, i quali sono proprio i costi connessi con il dissesto finanziario dell'impresa; essi possono essere distinti in costi diretti del dissesto, ovvero quei costi che l'impresa deve concretamente sostenere nel caso in cui venga sottoposta a procedure di insolvenza (è quindi quella categoria di costi che, a fini esemplificativi, comprende i costi legati alle procedure giudiziarie stesse), e indiretti, ovvero maggiori costi dovuti all'incertezza che si crea con l'aumento dell'indebitamento. Tale aumento, infatti, provoca un innalzamento

¹³¹ D.lgs. 19 gennaio 2019, n. 14, "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza", art. 2, c. 1, lett. c.

del rischio finanziario dell'impresa, il quale incide sulla sicurezza riguardo al raggiungimento dell'equilibrio finanziario aziendale (ovvero la capacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni tramite i propri mezzi di pagamento).

Ricapitolando, un aumento dell'indebitamento provoca un aumento della rischiosità dell'impresa, ma ciò, come illustrato precedentemente, può provocare anche un abbassamento del merito creditizio della stessa. Non è infrequente, infatti, che con il progressivo aumento della posizione finanziaria netta¹³² della società i creditori finanziari pongano in essere delle misure difensive, per tutelarsi dal possibile dissesto finanziario del proprio debitore. Le principali azioni che i finanziatori effettuano è l'innalzamento del costo del debito, vale a dire un aumento dei tassi di interesse applicati alle nuove somme prestate, oppure l'inserimento nei contratti di prestito di speciali clausole di salvaguardia, dette covenants. Questi ultimi sono accordi presi tra l'impresa e i propri finanziatori in sede di sottoscrizione di nuovi prestiti, attraverso i quali i secondi vogliono tutelarsi da una gestione troppo rischiosa delle risorse concesse e, in generale, dell'azienda stessa, in modo da evitare di innalzare eccessivamente il rischio di credito. In particolare, i covenants possono essere positivi, quando obbligano l'impresa a tenere un determinato comportamento (come mantenere il capitale circolante netto operativo entro determinati livelli, oppure fornire un rendiconto periodico che informi sull'andamento della gestione), oppure negativi, quando vietano all'impresa di tenere un determinato comportamento (come, ad esempio, alienare attività strategiche per l'impresa, non accendere nuove garanzie sulle attività aziendali, non intraprendere operazioni straordinarie). Più inerente alla valutazione d'impresa è, ad ogni modo, l'innalzamento del costo del capitale di debito: ciò è molto importante, in quanto fa diminuire progressivamente la convenienza, per la società, a indebitarsi. Potendo utilizzare termini più precisi e più esaustivi, l'indebitamento sarà conveniente fintanto che lo scudo fiscale marginale (ovvero lo scudo fiscale aggiuntivo che si genera aumentando di una certa quantità l'indebitamento) sarà superiore al costo del dissesto marginale (rappresentato dal maggiore costo del debito che si ha innalzando l'indebitamento della stessa quantità). Quando si raggiunge un livello di indebitamento tale per cui lo scudo fiscale marginale uguaglia il costo del dissesto marginale, lo scudo fiscale avrà raggiunto il suo ammontare massimo possibile e, come immediata conseguenza, sarà raggiunto il valore massimo d'impresa, a parità di altre condizioni. È importante per la società, pertanto, comprendere quale sia la struttura finanziaria che consenta di massimizzare il valore aziendale, tenendo però in considerazione gli effetti dei costi del dissesto.

¹³² Essa è la differenza tra il totale dei debiti finanziari della società e la liquidità di cui dispone.

Esistono diversi modi per calcolare i costi del dissesto, tuttavia in questa sede si vuole fare un ragionamento sulla logica che sta alla base di tali calcoli. In particolare, è innanzitutto necessario precisare che i costi del dissesto possono essere considerati come un maggiore rendimento che i finanziatori si aspettano a fronte del maggiore rischio che corrono rispetto all'investimento del capitale in un titolo risk free (quali i titoli di stato decennali utilizzati anche per il calcolo del costo del capitale proprio); tale differenza tra i due rendimenti (costo del capitale di debito e tasso risk free) può essere chiamato credit spread. Ora, i finanziatori si aspetteranno un rendimento maggiorato rispetto a quello per un titolo privo di rischio sul capitale da loro investito, vale a dire l'indebitamento dell'impresa; ecco quindi come i costi del dissesto possono semplicemente essere stimati come maggiore rendimento (credit spread) sulle somme investite, ovvero il livello di debito dell'impresa¹³³.

Oltre ai costi del dissesto che sono stati appena illustrati, se ne possono avere altri che, secondo il parere di chi scrive, si possono definire piuttosto come degli effetti svantaggiosi causati dall'aumento dell'indebitamento, invece che veri e propri costi. In particolare, il principale effetto che si può andare a creare, nel momento in cui la rischiosità dell'impresa aumenta in maniera eccessiva, è quello della fiducia, o meglio, della mancanza di essa. Ad esempio, un fornitore potrebbe decidere di cessare il rapporto di approvvigionamento con l'impresa, oppure peggiorare le condizioni di pagamento (ad esempio, attraverso l'accorciamento dei termini di pagamento), per timore di non venire pagato in maniera integrale. Il peggioramento del rating di una società, inoltre, potrebbe essere deleterio per il prezzo di listino delle azioni quotate oppure di quello delle obbligazioni emesse dall'impresa, che in entrambi i casi diminuirebbe. Un'ulteriore tipologia di problema che potrebbe presentarsi, infine, sarebbe quello della clientela e della fiducia che essa ripone nell'impresa: se i clienti, infatti, non si fidano più della società e del prodotto/servizio che offre loro, molto difficilmente continuerebbero ad acquistare tale bene, con conseguenze negative immediate per l'impresa. I clienti e il loro soddisfacimento, infatti, costituiscono il faro verso cui dovrebbe essere orientata l'attività d'impresa, dato che il cliente costituisce la fonte prevalente dei redditi (e quindi dei flussi di cassa) dell'impresa, principale driver di valore della stessa.

¹³³ I costi del dissesto, ad ogni modo, potrebbero anche essere stimati utilizzando un approccio e misure differenti, seppur intuitivi. In particolare, innanzitutto è da dire che i creditori temono di non riuscire a rientrare dell'intera somma che hanno concesso all'impresa: tale somma, indicabile come percentuale, è detta Loss Given Default, ed è la percentuale di credito che le banche non riceverebbero in caso di default della società. Tale perdita, tuttavia, non è certa, ma si verificherebbe solamente nel caso in cui la società fallisse: ciò si può indicare con la Probability of Default, ovvero la probabilità che l'azienda vada in default entro un anno di tempo. Come conseguenza logica, i costi del dissesto sarebbero pari alla perdita percentuale in caso di default, moltiplicata per la probabilità del dissesto stesso, moltiplicata per il totale dei debiti dell'impresa.

2.2.5 I costi di agenzia

Per poter comprendere al meglio il ruolo che i costi di agenzia (e i relativi problemi legati a essi) hanno come influenza del valore dell'impresa, è necessario innanzitutto comprendere cos'è la teoria dell'agenzia. Questo modello gestorio, pensato per la prima volta da Jensen e Meckling¹³⁴, si rifà, con una certa precisione, all'istituto civilistico del mandato: esso, secondo il Codice Civile, "è il contratto col quale una parte si obbliga a compiere uno o più atti giuridici per conto dell'altra"¹³⁵. Il collegamento tra questo e la teoria dell'agenzia è immediato, in quanto un soggetto (ovvero l'organo decisionale, il consiglio di amministrazione) si obbliga a compiere uno o più atti giuridici (ovvero gestire l'azienda) per conto del soggetto che affida il mandato (ovvero i soci, gli azionisti).

Come si può immaginare, la teoria dell'agenzia presuppone un trasferimento del potere decisionale dal "principale" all'"agente", dovuto proprio al fatto che il secondo deve operare in luogo del primo; questo, tuttavia, può comportare dei problemi, causati dai differenti interessi che caratterizzano i due soggetti. In particolare, il socio è interessato alla massimizzazione del valore azionario, quindi alla massimizzazione del proprio patrimonio, nel lungo periodo, in quanto egli non è interessato a un capital gain realizzato velocemente, bensì ha la necessità e la volontà di ricercare un mezzo (l'impresa) che gli consenta di ottenere un flusso costante (o, quanto meno, caratterizzato da una certa periodicità) di liquidità per molto tempo¹³⁶. D'altro canto, i manager potrebbero essere più interessati a performance importanti nel breve periodo per diverse ragioni. Innanzitutto, un manager, per potersi definire efficiente, deve essere profittevole, per cui questo aspetto psicologico può influenzare tale soggetto e farlo concentrare di più nella creazione di valore nel breve periodo, invece che sul lungo e a scapito del valore creato in quest'ultimo; in secondo luogo, la generazione di performance nel breve periodo può essere "richiesta" dal mercato, in quanto un'impresa che di sicuro consegue buoni risultati è vista di buon grado dall'ambiente esterno. Infine, il management potrebbe essere orientato verso il breve periodo per aumentare i propri redditi: non raramente, infatti, le remunerazioni

¹³⁴ DESSY A. (a cura di), *Imposte, politiche finanziarie e valore azionario*, Egea, Milano, 1994, e, in particolare: JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, 1976.

¹³⁵ *Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, "Codice Civile", art. 1703.*

¹³⁶ Questa è anche un'importante differenza che si riscontra tra uno speculatore e un investitore: mentre il primo ha interesse a mantenere un certo titolo al fine di realizzare un capital gain di un certo rilievo in un breve periodo di tempo, l'investitore ha più interesse nel detenere la partecipazione per molto tempo, facendo crescere l'impresa di cui ha acquistato parte della proprietà e ottenendo in cambio una serie di dividendi (oltre al capital gain).

dei dirigenti sono collegate a indici di performance aziendali, per cui essi hanno tutto l'interesse a massimizzare il valore di breve termine, anche a discapito di quello a lungo termine.

Tutte le ragioni che motivano gli interessi degli uni e degli altri soggetti, tuttavia, pongono questi ultimi in contrasto reciproco; si configura, in altre parole, un conflitto di interessi, dovuto appunto ai comportamenti opportunistici che tendono ad essere tenuti dal management nei confronti dell'azionariato. Tali comportamenti, in particolare, possono far sì che la performance sul lungo periodo venga trascurata a favore di quella nel breve periodo; tuttavia, ciò può danneggiare quello che è il valore dell'impresa, il quale dipende sì dai flussi di cassa prospettici che possono essere stimati in maniera puntuale, ma per una parte non assolutamente indifferente è dato da quelli che verranno generati nel lungo periodo. Un eccessivo focus sul singolo esercizio, infatti, può portare vantaggi immediati, che però potrebbero non mantenersi nel lungo termine: ad esempio, una visione troppo concentrata sulle performance periodiche potrebbe portare a trascurare un segmento di mercato nascente e potenzialmente molto profittabile, di conseguenza, con il passare del tempo, l'impresa potrebbe trovarsi a perdere il proprio vantaggio competitivo e ad andare incontro a un declino ormai inevitabile, danneggiando di fatto il valore creato per gli azionisti. Un altro tipo di comportamento opportunistico, che ricade anche nel concetto di frode, sta nell'utilizzo improprio, o comunque non corretto, dei beni aziendali: in concreto, il manager potrebbe utilizzare i fondi aziendali per acquistare un'auto aziendale eccessivamente onerosa (seppur necessaria), oppure, sempre in maniera esemplificativa, potrebbe tenere cene a carico dell'impresa ma che nella realtà ben poco hanno a che fare con la gestione aziendale. Se invece ci si riferisce a comportamenti fraudolenti, ciò a cui si pensa immediatamente è l'appropriazione indebita, ovvero la sottrazione di beni aziendali per il proprio utilizzo (ad esempio il furto di beni in magazzino o l'appropriazione di ricavi aziendali), ma non solo, anche all'uso di tecniche fraudolente per massimizzare il prezzo azionario¹³⁷.

Si comprende, pertanto, come sia necessario minimizzare i comportamenti opportunistici del management, nonché a concentrare l'attenzione verso il lungo periodo, in modo da consentire la massimizzazione del valore dell'impresa. Si ricorda, infatti, che esso è determinato

¹³⁷ È possibile che la retribuzione dei manager sia legata all'andamento del prezzo azionario o, ancora, che la stessa retribuzione sia costituita in parte da stock options; in tal caso, la direzione potrebbe essere portata a modificare arbitrariamente le informazioni price sensitive, commettendo una frode, ai fini di massimizzare il proprio guadagno. Questo, se può sembrare un vantaggio anche per i soci, in realtà costituisce una compromissione molto seria al vero valore aziendale, in quanto, nel momento in cui la frode contabile viene scoperta, i primi a rimetterci sono gli azionisti, visto che solitamente, dopo l'emersione di una frode, i prezzi del titolo crollano.

dall'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, i quali devono essere massimizzati per consentire di massimizzare il valore.

2.3 IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE DI CRESCITA NELLA DETERMINAZIONE DEL VALORE AZIENDALE

Negli scorsi paragrafi si è parlato di valore aziendale e dei principali driver di valore che influenzano quest'ultimo. Parlando di flussi di cassa, ad esempio, si è fatto riferimento al fatto che non vengono presi in considerazione gli FCFO (o gli FCFE, a seconda dell'ottica che viene utilizzata, asset side ovvero equity side) storici, anche se questi sono utili per conoscere la storia dell'impresa (come già ricordato), bensì quelli prospettici, cioè che si presume verranno generati dalla futura gestione dell'impresa. Potendo fare un altro esempio, parlando di costo del capitale, esso è stato definito come quel rendimento che i portatori di capitale dell'impresa si aspettano dal loro investimento; un'altra volta si può notare come si parla di rendimento non certo, ma atteso. Ebbene, nonostante tutte le cose che è possibile dire riguardo alla valutazione dell'impresa non si può prescindere dal puntualizzare che essa, in molti di questi suoi aspetti, si basa sulle aspettative che i vari stakeholder hanno con riguardo alla società; in termini più precisi, la determinazione del valore aziendale si basa sulle aspettative di crescita della stessa. Per quanto un'impresa possa generare flussi di cassa in maniera costante, il vero interesse degli investitori (non degli speculatori, chiaramente) è vedere il proprio investimento crescere di valore, e queste aspettative di crescita sono ciò che rende una società più attraente rispetto alle altre, e quindi ciò che le fornisce maggior valore¹³⁸.

Come è facilmente possibile immaginare, le aspettative di crescita non sono oggettive: per quanto esse possano essere studiate e ipotizzate attraverso l'utilizzo di modelli, è impossibile giungere a una previsione assolutamente certa, in quanto esse inglobano al loro interno una componente di natura soggettiva, in quanto esse si originano inequivocabilmente all'interno

¹³⁸ L'affermazione secondo cui tutti gli investitori sono interessati alla crescita del loro investimento può apparire controversa, dato che qualcuno potrebbe obiettare che ci sono anche soggetti più interessati a ricevere un dividendo costante, più che vedere la società crescere e ottenere un corrispondente capital gain del titolo. Tuttavia, tralasciando il postulato teorico secondo cui gli investitori sono indifferenti tra il capital gain e il dividendo (menzionato anche *supra*, §2.2.1) e prendendo un esempio pratico, Coca Cola è una società nota per la sua politica di distribuzione regolare di dividendi. È comunque da notare che anche questo colosso ha subito una crescita importante, con una capitalizzazione che è passata da un prezzo di 44,43\$ ad azione nel 16 aprile 2018 a un prezzo di 62,69\$ nel 12 aprile 2023, con un capital gain del periodo superiore al 40%. Dal sito web: <https://www.teleborsa.it/azioni-estero/coca-cola-ko-us-MDkuS08/grafico>. Si capisce, pertanto, che per quanto un investitore possa essere interessato al dividendo distribuito da una società, non potrà mai essere indifferente alle aspettative di crescita della stessa.

della mente umana, la quale è, evidentemente, non prevedibile con assoluta sicurezza. Ciò che è possibile fare, pertanto, è cercare di comprendere quali siano le determinanti delle aspettative che con maggiore probabilità possano andare a modificare, appunto, le aspettative di un investitore. In particolare, è possibile dire che le aspettative di crescita di una società possono essere influenzate da tre diverse categorie di fattori; esse sono, secondo uno schema logico che le ordina contemporaneamente dalla meno “razionale” alla più “razionale” e dalla più “astratta” alla meno “astratta”, la psicologia degli investitori, il contesto macroeconomico di riferimento e, ovviamente, la situazione interna all’impresa stessa¹³⁹. Mentre il primo driver verrà approfondito all’interno del capitolo 4, di seguito verrà illustrato il modo in cui gli altri due riescono a condizionare le aspettative di crescita dell’impresa secondo il mercato e, di conseguenza, il valore della società stessa.

2.3.1 *Il contesto macroeconomico e le aspettative di crescita*

Come già è stato detto più di una volta, l’impresa e l’attività da essa svolta non possono prescindere dalla considerazione del contesto in cui le stesse si immergono; ciò che risulta importante è capire come gli avvenimenti dell’ambiente macroeconomico possono influenzare le aspettative di crescita dell’impresa (e, quindi, il valore della stessa). Questi, infatti, vanno a modificare innanzitutto i costi e i ricavi dell’impresa, nonché, eventualmente, i piani operativi e di crescita per il futuro, il che ha una ricaduta sulle attese dei mercati finanziari.

In primo luogo, una menzione importante deve essere fatta per quanto riguarda i tassi di interesse di riferimento (detti anche tassi di base) delle banche centrali mondiali. Come si può apprendere tramite alcune nozioni base di macroeconomia (o politica economica), le banche centrali aumentano o diminuiscono la quantità di moneta in circolazione all’interno dell’economia di un paese al fine di far aumentare o diminuire i tassi di interesse di riferimento, oppure scelgono un tasso di riferimento da mantenere costante e aggiustano la quantità di moneta offerta a tal fine¹⁴⁰. Ora, il tasso di riferimento può essere definito come quel tasso di

¹³⁹ PINARDI C. M., *Formazione delle aspettative e mercati azionari. Dall’analisi finanziaria alla gestione di portafoglio*, Etas Libri, Milano, 1996.

¹⁴⁰ La relazione tra domanda e offerta di moneta si spiega in maniera molto semplice. Innanzitutto è necessario dire che l’offerta di moneta deve essere bilanciata con la domanda di moneta degli individui; in secondo luogo, è necessario dire che la domanda di moneta degli individui dipende dalla composizione desiderata della loro ricchezza. Quest’ultima, infatti, può essere composta da titoli oppure da moneta, e la scelta tra quale dei due detenere dipende dal livello dei tassi di interesse: maggiore è l’interesse promesso sui titoli, minore sarà la domanda di moneta, in quanto sarà maggiore la convenienza a possedere titoli che pagano interessi e accrescono la ricchezza degli individui, e viceversa se è minore il tasso di interesse. Pertanto, se una banca centrale ha intenzione di aumentare il tasso di interesse sui titoli, ha la necessità di ridurre la domanda di moneta: per fare ciò,

interesse che viene imposto alle banche per indebitarsi nei confronti delle banche centrali; è quindi il costo del capitale di debito per le banche nel caso in cui il finanziatore sia la banca centrale. Dopo aver compreso il significato del suddetto termine, c'è da dire che banche non sono obbligate a conformarsi al tasso di riferimento, quando applicano i tassi di interesse ai prestiti che esse forniscono ai propri clienti, tuttavia si può ben immaginare che questi saranno tendenzialmente maggiori rispetto al tasso di riferimento, per evitare che le stesse non si trovino in una situazione di disequilibrio economico (cioè che non riescano a raggiungere la parità tra costi e ricavi). Si comprende, pertanto, come il tasso di riferimento abbia un impatto non indifferente sulla valutazione d'impresa, dal momento che una sua modifica ha un'influenza diretta sul livello del costo del capitale di debito e, quindi, sul costo del capitale medio per l'impresa: un innalzamento del tasso di base provoca, a parità di altre condizioni, un abbassamento del valore delle imprese, mentre una diminuzione del primo provoca un aumento del secondo. Può essere questa una delle ragioni per cui, a fronte dei recenti aumenti dei tassi di riferimento della FED¹⁴¹ per il contenimento dell'inflazione (di cui si parlerà *infra*), i mercati finanziari statunitensi stanno attraversando un periodo di stagnazione e incertezza¹⁴².

Il tasso di riferimento, ad ogni modo, ha un impatto che non si limita a una modifica nel tasso di sconto utilizzato per calcolare il valore dell'impresa, ma che, invece, è molto più ampio. Esso, infatti, ha innanzitutto un impatto sugli investimenti delle imprese (il cui costo del debito dipende, com'è stato osservato, dal tasso di base), i quali aumenteranno e diminuiranno a seconda delle decisioni di politica monetaria della banca centrale; tali variazioni, inoltre, si rifletteranno sul prodotto interno lordo del paese, il quale, tra le altre cose, dipende dagli investimenti effettuati dalle imprese insite nello stesso. Una modifica del PIL dello stato, ad ogni modo, si può riflettere in un cambiamento del rating dello stesso, influenzando un'ulteriore volta sul costo del capitale di finanziamento delle imprese (nel modo che è stato illustrato *supra*,

deve quindi ridurre la corrispondente offerta di moneta; per diminuire il tasso di interesse, dovrà aumentare l'offerta di moneta.

Per variare l'offerta di moneta, una banca centrale ha essenzialmente due strade: in primo luogo può stampare più moneta oppure ritirarla dalla circolazione, in secondo luogo può acquistare o vendere titoli. In particolare, con riferimento al secondo metodo, la banca centrale acquista titoli (immettendo moneta nel sistema economico) per aumentare l'offerta, oppure vende titoli (togliendo liquidità dal sistema economico) per diminuire l'offerta di moneta. Per una maggiore comprensione di queste dinamiche si consiglia la visione di manuali quale: BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2020.

¹⁴¹ Questo è l'acronimo solitamente utilizzato per indicare la Federal Reserve System, la banca centrale degli Stati Uniti.

¹⁴² Tale situazione all'interno dei mercati finanziari americani è dovuta anche da altre ragioni, quali per esempio il fallimento di una delle maggiori banche statunitensi, la Silicon Valley Bank, che ha causato un forte clima di incertezza all'interno dei mercati finanziari e nei confronti del sistema bancario, facendo tornare inoltre alla mente la crisi finanziaria del 2008.

§2.2.3). Nel caso di aumento del tasso di riferimento, si potrebbe opporre la possibilità per le imprese di non rinunciare al reddito e scaricare a valle il maggiore onere, ovvero aumentare il prezzo, scatenando una spirale inflazionistica dovuta al fatto che si dovrebbero nuovamente dovrebbe aumentare il tasso per combattere l'aumento dei prezzi; tuttavia, è da notare che una politica monetaria restrittiva effettuata tramite un aumento del tasso di riferimento avrebbe l'effetto generale di aumentare il costo del debito anche per i soggetti privati, diminuendo di fatto il consumo. Un maggiore prezzo applicato ai beni, pertanto, risulterebbe inappropriato, in quanto si andrebbe a ridurre ulteriormente il volume di vendite delle imprese.

Un ulteriore effetto oltre a quello sopra elencato sarebbe quello di rafforzamento della moneta del paese in cui è avvenuto un aumento del tasso di riferimento. Se si considerano due paesi distinti in cui sono in vigore due differenti valute, se nel primo aumenta il tasso di riferimento più investitori esteri sono disposti a investire una certa quantità della loro moneta (poi convertita in quella del primo stato) in titoli di debito del primo stato, i quali possiedono un rendimento relativamente maggiore rispetto a prima dell'aumento del tasso di riferimento; se tutto ciò accade, un risultato sarà quello di rafforzamento della moneta nazionale del primo stato, in quanto più investitori hanno convertito la loro valuta in quella di suddetto paese e, a fronte di una maggiore domanda di moneta a parità di offerta, il valore di tale valuta salirà rispetto a quelle estere. Il rafforzamento della moneta avrà la capacità di attirare investitori disposti ad impiegare disponibilità finanziarie nelle società nazionali, con una maggiore imposizione di aspettative di crescita positive per le società nazionali.

Oltre agli effetti di una effettiva politica monetaria, cioè un'effettiva modifica dei tassi di interesse di riferimento, è altrettanto importante considerare le aspettative riguardanti tali tassi, le quali si possono osservare attraverso la curva dei rendimenti. In particolare, la curva dei rendimenti mostra i tassi di interesse di un dato insieme di titoli obbligazionari (sull'asse delle ordinate) in funzione della loro vita residua (sull'asse delle ascisse); in altre parole, essa mostra il tasso di interesse presunto che un certo titolo avrà in un certo momento futuro. La sua lettura può offrire importanti spunti riguardanti il possibile sviluppo dell'economia in futuro. In primo luogo, una curva dei rendimenti inclinata verso l'alto indica un'aspettativa di rialzo dei tassi di interesse da parte del mercato finanziario; economicamente, da una curva di questo tipo si può dedurre che il sistema economico andrà incontro a un periodo di sviluppo, in quanto gli investitori chiederanno un tasso di rendimento maggiore nel lungo periodo per compensare l'erosione di valore causata dall'inflazione¹⁴³ che, prevedibilmente, si avrà in tale arco

¹⁴³ L'effetto dell'inflazione verrà illustrato nelle righe successive.

temporale. In secondo luogo, una curva dei rendimenti inclinata negativamente si ha quando i tassi di interesse sul lungo periodo sono inferiori a quelli sul breve periodo; questo, sostanzialmente, significa una bassa, se non nulla, inflazione, accompagnata da una lenta crescita o addirittura da una situazione di recessione, cui consegue solitamente un abbassamento del tasso di riferimento utile per stimolare l'economia a ripartire. Infine si può avere una curva dei rendimenti piatta: essa sta a significare, in teoria, una costanza nei tassi di interesse, ma in realtà tale conformazione della curva è dovuta a un'inversione dell'andamento dell'economia, in cui i tassi di interesse a breve termine vengono modificati dalle banche centrali e quelli a lungo termine si aggiustano in base alle nuove aspettative sull'inflazione¹⁴⁴. Si capisce, pertanto, che le aspettative sui tassi di interesse sono molto importanti, in quanto possono dare indicazioni altrettanto rilevanti su quelle che saranno le possibili politiche economiche e su come si evolverà l'economia in futuro; da ciò, inoltre, si potranno formulare delle aspettative sull'evoluzione della gestione aziendale, la quale sarà chiaramente influenzata da questi aspetti macroeconomici.

L'effetto della modifica del tasso di riferimento si collega a un'altra questione di politica economica molto importante, ovvero l'inflazione, la quale può avere un effetto altrettanto importante nelle aspettative di crescita di un'impresa. Se *supra* (§2.2.3) era stata illustrata la rilevanza del tasso di inflazione presente in un determinato momento in un'economia, in questa sede vale la pena ricalcare l'importanza che le *aspettative* di inflazione hanno sul contesto economico. In particolare, una forte crescita economica può generare aspettative di inflazione, in quanto un forte aumento della domanda e dell'offerta possono far aumentare i prezzi dei beni in maniera generalizzata; il rapido sviluppo dell'economia, tuttavia, potrebbe non essere accompagnata da un pari aumento dei salari (in quanto, solitamente, l'adeguamento degli stipendi non è automatico e avviene solo periodicamente), il che causerebbe aspettative di inflazione crescente¹⁴⁵. Le aspettative di inflazione, inoltre, sarebbero alimentate da

¹⁴⁴ In particolare, un'economia stagnante deve essere favorita, tra le altre cose, da una diminuzione dei tassi di interesse; le banche centrali, pertanto, diminuiranno i tassi di riferimento (che sono necessariamente a breve termine), mentre quelli a lungo termine aumenteranno per tenere conto delle nuove aspettative sul tasso di inflazione (che si prevede aumenterà a causa della ripartenza del sistema economico). L'effetto complessivo sarà quello di una curva dei rendimenti che da negativa diventerà piatta. Sul versante opposto, un'economia che sta attraversando un lungo periodo di crescita (oppure in cui l'inflazione è semplicemente elevata) subirà solitamente un aumento dei tassi di interesse per abbattere l'inflazione; in questo modo, la prima parte della curva subirà un rialzo dovuto alla politica monetaria restrittiva, mentre la seconda parte di curva subirà un ribasso dovuto alle minori aspettative sull'inflazione; la curva, pertanto, da inclinata positivamente diventerà piatta.

¹⁴⁵ Un primo segnale di inflazione crescente si può captare osservando il cosiddetto indice dei prezzi al consumo "core", relativo a un paniere composto da beni la cui volatilità nei prezzi è bassa: un aumento delle aspettative in questo indice, pertanto, può suggerire l'inizio di una tendenza rialzista nei prezzi, la quale verrebbe confermata da un eventuale aumento dell'indice dei prezzi al consumo "normale".

un'aspettativa dei dipendenti in tali aumenti di stipendi (a fronte dei maggiori guadagni delle imprese dovuti ai maggiori volumi venduti), i quali farebbero lievitare i prezzi dei beni per compensare l'aumento degli stipendi, portando di fatto a un minor potere di acquisto e a un conseguente desiderio di maggiori retribuzioni, generando quindi una spirale inflazionistica. Le banche centrali, pertanto, per contrastare l'eccessiva crescita dell'economia e, di conseguenza, le aspettative di inflazione, sarebbero indotte ad aumentare i tassi di riferimento, facendo aumentare il costo del debito; si ritornerebbe quindi a quanto spiegato precedentemente. L'aumento dei tassi, per contrastare l'inflazione, deve essere tale per cui il tasso reale di interesse diventa positivo (oppure aumenti)¹⁴⁶: il tasso di interesse nominale, pertanto, deve diventare maggiore rispetto all'inflazione; se, al contrario, l'aumento dei tassi di interesse nominali non riesce ad innalzare anche il tasso reale di interesse, allora tale politica monetaria risulta inutile rispetto allo scopo per cui era stata attuata. Quest'ultimo fatto avrebbe un impatto negativo sulle manovre della banca centrale, in quanto i mercati finanziari considererebbero inadeguato l'intervento della stessa e alimenterebbero ulteriormente le loro aspettative di inflazione.

Se da un lato tutto ciò è positivo per le imprese, in quanto un'aspettativa di inflazione crescente è segnale di un'economia in crescita, dall'altro sarebbe da dire che la crescita del PIL non sarebbe guidata da un effettivo sviluppo dell'economia, ma solamente dall'inflazione, il che potrebbe portare a una futura politica monetaria aggressiva per fermare l'aumento generalizzato dei prezzi¹⁴⁷. Ciò che si può concludere da quanto detto è che l'inflazione e le aspettative essa riguardanti hanno differenti effetti sulle aspettative di crescita, in quanto è necessario prevedere quale può essere lo sviluppo degli eventi e le azioni che le banche centrali potrebbero compiere. Questo, pertanto, può portare a un clima di incertezza in quelle che sono le aspettative di crescita e la valutazione dell'impresa. D'altronde, anche senza tutti i passaggi logici appena eseguiti si può dedurre che un'inflazione troppo elevata, nonché le aspettative relative ad essa, possono portare a un clima di insicurezza all'interno della funzione finanziaria delle società.

¹⁴⁶ Il tasso reale di interesse, infatti, è calcolato (semplificando) sottraendo al tasso di interesse nominale (quello modificato dalle banche centrali) l'inflazione; è questo che deve essere osservato per verificare l'efficacia di una politica monetaria.

¹⁴⁷ Negli ultimi due anni gli Stati Uniti hanno vissuto quanto appena illustrato; un lungo periodo di sottovalutazione dell'inflazione ha generato ulteriori aspettative di aumento della medesima, le quali poi si sono verificate. La FED, pertanto, si è trovata costretta a mettere in atto una politica monetaria restrittiva aggressiva tramite rialzo dei tassi di riferimento al fine di diminuire il tasso di inflazione, facendo passare questi ultimi dallo 0,25% del 26/01/2022 al 5% del 22/03/2023. Tale rialzo ha contribuito agli squilibri nell'economia statunitense di cui si è accennato *supra*. Dal sito web: <https://it.investing.com/central-banks/>.

In secondo luogo, un aspetto che merita di essere approfondito è sicuramente il ciclo economico, il quale ha un importante effetto sulle imprese e sulle loro aspettative di crescita. Innanzitutto, come si può immaginare, l'economia non può essere sempre in crescita, tant'è che si parla di ciclo economico: il sistema economico di uno stato, in particolare, riconosce l'alternarsi di momenti di espansione, in cui il suo prodotto interno lordo aumenta di anno in anno, con altre situazioni di recessione, in cui il suo PIL subisce un freno e si riduce rispetto ai periodi precedenti; è quindi compito dei policy makers, delle autorità, quello di fare in modo di ridurre le oscillazioni del ciclo economico, cercando di mantenere quanto più stabile il suo andamento attraverso le cosiddette politiche economiche (fiscali e monetarie). Al di là di quelli che possono essere i tecnicismi (alcuni dei quali sono comunque già stati osservati precedentemente) è chiaro, ma comunque necessario, capire come tali fasi influenzino anche le aspettative di crescita delle imprese: in una fase di crescita, chiaramente, è più probabile che l'impresa possa contare su aspettative di crescita maggiori, date dalle maggiori possibilità che il sistema economico offre nel suo complesso; nell'opposta fase di recessione, è altrettanto chiaro che la società avrà più difficoltà a considerare aspettative di crescita importanti (anche se non devono essere escluse a prescindere ipotesi di crescita), dato il clima prudenziale che assume tutta l'economia.

Per riuscire a comprendere e a effettuare previsioni circa l'andamento dell'economia di un paese, al fine di poter formulare delle aspettative sul ciclo economico e, in ultima analisi, sull'evoluzione della situazione aziendale, possono essere analizzati diversi elementi, che nelle righe successive verranno elencati e illustrati in maniera esemplificativa essendo, potenzialmente, innumerevoli i segnali che si possono cogliere per effettuare delle ipotesi sulla futura evoluzione del ciclo economico. Innanzitutto, è possibile osservare quella che è la curva dei rendimenti sui titoli di stato di un paese; come è stato spiegato in precedenza, infatti, l'osservazione di tale curva può dare indizi sulla situazione economica che esisterà in futuro: ad esempio, una yield curve che da positiva diventa piatta può significare l'avvento di una recessione nei mesi successivi, così come una curva che torna a essere inclinata positivamente dopo diverso tempo potrebbe scontare una futura variazione positiva del prodotto interno lordo. Le stesse conclusioni che erano state in precedenza tratte per i tassi di interesse possono essere riprese anche per quanto riguarda il tasso di inflazione.

Un altro segnale che, in termini macroeconomici, può essere colto è dato dal trend nel livello occupazionale, oltre ai nuovi licenziamenti e alle nuove assunzioni avvenuti in tempi recenti. Il miglioramento dell'occupazione può essere un segno di uno stato che esce da una fase di recessione, o comunque che subisce un'accelerazione rispetto al passato, e viceversa se si

denota un peggioramento del numero dei soggetti occupati. Vanno di pari passo, invece, assunzioni e licenziamenti: un aumento di tali numeri possono avere come significato, rispettivamente, una maggiore confidenza delle imprese nei confronti delle loro capacità produttive prospettiche e una maggiore sicurezza dei lavoratori di lasciare il proprio posto di lavoro per trovarne un altro che spesso si concilia meglio con le necessità e i desideri degli stessi. Nelle fasi espansive del ciclo economico, infatti, le imprese aumentano la loro produzione a fronte di una domanda di beni maggiore, la quale si accompagna a maggiore necessità di forza lavoro, e allo stesso modo i lavoratori cercano nuovi impieghi che possano offrire loro maggiori retribuzioni e miglior welfare aziendale. Chiaramente, il discorso opposto può essere fatto quando il tasso di occupazione e la mobilità dei lavoratori diminuisce.

Un aspetto che vale la pena di essere ricordato e che può costituire un importante segnale di ripresa economica o di recessione è dato dall'andamento del mercato immobiliare. Il cosiddetto mercato del mattone, infatti, coinvolge direttamente e indirettamente un numero enorme di imprese e di lavoratori, partendo dalla fornitura delle materie prime fino ad arrivare alla consegna degli immobili; per queste ragioni, esso può costituire un indicatore da osservare nel prevedere l'evoluzione dell'economia. Un aumento delle nuove case in costruzione può avere come segnale un ciclo economico in espansione, in quanto nuove costruzioni vengono solitamente avviate in periodi di crescita, dove le aspettative di miglioramenti sono predominanti; al contrario, una stagnazione nel numero dei nuovi cantieri potrebbe indicare un mercato immobiliare debole oppure in calo, con ripercussioni su tutta l'economia. Un aumento delle case già costruite e vendute, invece, potrebbe avere un segnale fuorviante se letto da solo, in quanto nuovi acquisti si potrebbero significare un aumento dei consumi (favorevole quindi per l'economia), tuttavia non implicano automaticamente un miglioramento nella produzione di nuovi stabili; in altre parole, un aumento nella vendita delle case potrebbe significare un aumento temporaneo della domanda e non stabile, con il rischio di interpretare in modo troppo ottimistico questo segnale per poi scoprire che esso costituisce solamente una "moda" passeggera, non significativa per l'economia nel lungo periodo.

Ci sono degli indicatori che possono essere analizzati per dedurre l'andamento del ciclo economico che derivano dall'osservazione del prodotto interno lordo stesso, ovvero consumi delle persone fisiche, investimenti delle imprese, spesa pubblica ed esportazioni nette (al netto cioè delle importazioni). Una crescita basata sui consumi, ad esempio, può andare a determinare tendenze inflazionistiche, in quanto le imprese aumenteranno i prezzi di vendita a fronte di un aumento della domanda; i consumi, inoltre, aumenteranno fintanto che i soggetti possiederanno potere d'acquisto. La situazione opposta si ottiene se la crescita viene trainata dagli investimenti

delle imprese: maggiori impieghi di capitale, infatti, hanno come significato quello di prospettive di crescita da parte delle imprese, che riusciranno a creare maggiore valore per l'economia, facendola progredire. Una crescita del PIL spinta dall'aumento della spesa pubblica, successivamente, può definirsi precaria, in quanto lo stato utilizza risorse finanziarie solitamente prese in prestito da altri paesi, facendo aumentare il debito pubblico e la spesa per interessi, i quali dovranno essere ripagati con un inevitabile aumento della tassazione (o con una riduzione della spesa pubblica superiore al precedente aumento), la quale peserà sulla componente privata del prodotto interno lordo. Se poi si considera che un aumento della spesa pubblica, a parità di altre condizioni, viene prevista per far ripartire l'economia da una situazione di difficoltà, se tale intento non va a buon fine lo svantaggio è doppio, in quanto il paese si trova in una situazione stagnante a cui si accompagna un maggior debito pubblico. Infine, una crescita che viene trascinata dalle esportazioni nette risulta sconveniente, in quanto il paese diventa troppo dipendente dagli acquisti effettuati dagli altri stati, e un peggioramento delle condizioni dei maggiori partner commerciali significherebbe di fatto un declino dell'economia del paese. Tale crescita, inoltre, risulta fortemente dipendente dal tasso di cambio in vigore tra la valuta dello stato e quelle degli altri: un deprezzamento della valuta nazionale, infatti, porta a un aumento delle esportazioni; questo accade perché i beni nazionali sono visti come più convenienti, per cui aumenta la domanda estera degli stessi. Nello stesso modo, la domanda nazionale di beni esteri diminuisce, in quanto essi vengono visti come più costosi rispetto a prima, facendo quindi diminuire le importazioni.

Un ultimo aspetto che è necessario considerare per comprendere l'effetto della macroeconomia sulle aspettative di crescita aziendali è quello delle crisi, eventi improvvisi, non programmati e di grande entità che hanno un impatto altrettanto importante sulle economie di tutto il mondo, soprattutto in ragione del fatto che oggi tutti i contesti economici sono collegati tra loro, per le ragioni più disparate. Per far comprendere l'importanza di questi eventi si ricorrerà a due esempi concreti, ovvero la crisi dovuta alla pandemia da Coronavirus e la guerra tra Russia e Ucraina. In primo luogo, ben nota è la pandemia che all'inizio del 2020 ha colpito tutte le nazioni del mondo, in misura differente a seconda dell'efficacia delle contromisure adottate dai vari governi degli stati sovrani. Prescindendo da qualsiasi valutazione in merito, il cosiddetto lockdown imposto sin dai primi momenti di diffusione del Covid ha generato, di fatto, uno stop generalizzato di tutte le attività: questo ha avuto un impatto importantissimo su molte imprese, dal momento che sono stati interrotti (o quasi) i flussi di cassa in entrata mentre sono stati solo ridimensionati quelli in uscita, a causa dei costi fissi da sostenere. Questo sbilanciamento tra entrate e uscite, nonché l'incertezza derivante dal

semplice evolversi della situazione pandemica, ha portato a un cambio radicale nelle aspettative di crescita delle imprese, le quali hanno dovuto effettuare previsioni totalmente diverse da quelle che erano state programmate, con un effetto importante sul loro valore. Tutto questo si è potuto osservare all'interno dei mercati finanziari, che hanno reagito a una modifica delle aspettative (oltre che a un aumento della volatilità dei titoli) con un forte ribasso generalizzato dei mercati; la diminuzione dei prezzi dei titoli, infatti, è stato causato da una diminuzione nel valore prospettico delle imprese, a sua volta generato da un peggioramento delle aspettative di crescita delle stesse.

Per quanto concerne la guerra scoppiata tra Russia e Ucraina, c'è da dire innanzitutto che la Russia è il più grande esportatore di petrolio del mondo¹⁴⁸, oltre che di gas metano; pertanto, nel momento in cui le relazioni commerciali di esportazione di energia si sono interrotte, si è osservata una conseguente diminuzione dell'offerta. Tale diminuzione, tuttavia, non si è accompagnata a una riduzione della domanda, pertanto, a fronte di una domanda costante, il calo dell'offerta di energia ha determinato un aumento del costo della stessa. Questo rincaro ha portato a un aumento nei costi di produzione delle imprese, i quali sono stati scaricati dalle stesse sui consumatori, generando un aumento generalizzato dei prezzi, ovvero inflazione; quest'ultima si è poi sommata a quella causata dalla ripartenza delle economie in seguito al progressivo scemare della pandemia da Coronavirus, aggravandola. L'alta inflazione, unita alle aspettative di rialzo dei tassi di interesse, ha avuto come effetto quello di minare nuovamente le aspettative di crescita delle imprese stesse, le quali si sono trovate in una situazione di incertezza dovuta alle politiche necessariamente restrittive per combattere tale livello anormale di inflazione. Di nuovo, l'effetto delle aspettative di crescita delle imprese sul valore delle stesse si può osservare all'interno dei mercati finanziari, i quali hanno riportato grafici per lo più costanti per tutta la durata del 2022. Quanto detto in questo e nel precedente esempio, tuttavia, non riguardano arbitrariamente tutte le imprese presenti nell'economia: da ciascuna situazione, infatti, diverse società hanno tratto benefici importanti dalle crisi; come riportato anche *supra* parlando del beta (§2.2.3), infatti, ci sono imprese che reagiscono in maniera opposta ai movimenti dei mercati finanziari, così che quando l'economia e i mercati sono in una fase ribassista esse hanno performance migliori, e viceversa quando l'economia è in crescita e i mercati si trovano in una fase rialzista. Sono questi i casi, ad esempio, delle industrie

¹⁴⁸ Dal sito web: <https://www.rainews.it/articoli/2022/03/le-esportazioni-della-russia-la-scheda-dei-settori-messi-in-crisi-dalle-sanzioni-6ee9ffa0-e65c-4179-a7fa-0a29ba9c7935.html#:~:text=Il%2053%2C8%25%20dell%27,russo%20è%20legato%20all%27energia.&text=Sul%20totale%20delle%20esportazioni%20russe,in%20crescita%20dell%2787%25>.

farmaceutiche che durante la pandemia da Coronavirus hanno sviluppato i vaccini e delle industrie energetiche, le quali hanno registrato un aumento degli utili dovuto al cosiddetto “caro energia”.

2.3.2 La situazione dell'impresa e le aspettative di crescita

Le aspettative di crescita dell'impresa si generano, oltre che dalla lettura e comprensione del contesto macroeconomico di riferimento, anche dall'impresa stessa e dalla propria situazione interna, ovviamente. L'impresa, nel valutare le proprie aspettative di crescita al fine di definire il proprio valore, non può prescindere dall'effettuare un'analisi interna, oltre che dalla lettura del contesto macroeconomico al fine di cogliere le opportunità e le minacce derivanti dallo stesso; in particolare, essa deve svolgere la cosiddetta analisi fondamentale, oppure analisi dei fondamentali. Questa analisi, in linea teorica, si propone di determinare la convenienza di un investimento tramite il confronto tra il prezzo di quotazione dei titoli e il relativo valore intrinseco; per determinare quest'ultimo vengono utilizzate diverse informazioni, appartenenti a due macro categorie, ovvero i dati provenienti dal mercato di riferimento (in pratica, i dati di contesto) e i dati relativi alle performance storiche e attese della società connessa a tali strumenti finanziari. Ad ogni modo, la determinazione del valore intrinseco della società presuppone l'esistenza di aspettative di crescita¹⁴⁹, di conseguenza l'analisi fondamentale può essere uno strumento utile per determinarne l'esistenza o meno.

La lettura dei dati macroeconomici si riduce a quanto analizzato precedentemente; tuttavia, chiaro è che le informazioni che devono essere osservate devono essere rilevanti per l'impresa, al fine di ridurre i costi di ricerca delle stesse. Dalla situazione rilevabile nel contesto esterno la società può rilevare sia opportunità che minacce: nel primo caso, ad esempio, si può pensare a un nuovo prodotto presente solamente in una nicchia di mercato e la cui diffusione può essere amplificata facilmente, oppure a un abbassamento dei tassi di interesse dovuti a una politica monetaria espansiva, il quale consente all'impresa un aumento dei finanziamenti al fine di intraprendere un'espansione della capacità produttiva, o ancora alla modifica delle esigenze della popolazione che fa aumentare la domanda dei beni offerti dall'impresa. Per quanto riguarda le minacce, è importante per l'impresa tutelarsi da esse, al fine di non trovarsi in una situazione di difficoltà. Ad esempio, una forte economia espansiva può determinare, in un futuro, l'innalzamento dei tassi di interesse, con la necessità per la società di coprirsi da questo

¹⁴⁹ Ciò si deduce semplicemente dalla parola “intrinseco”, termine che include anche le potenzialità legate all'impresa stessa.

rischio di tasso attraverso, ad esempio, degli swaps; ancora, il principale competitor potrebbe avere effettuato un'innovazione strategica, con il bisogno per l'impresa di compiere la stessa evoluzione per non entrare in una situazione di declino irreversibile del fatturato; infine, una situazione di crisi a livello macroeconomico potrebbe dare l'occasione alla società di effettuare una riorganizzazione aziendale, in modo da potersi creare aspettative di crescita anche in un contesto di difficoltà generale dell'economia.

Per quanto riguarda, al contrario, la lettura dei dati aziendali storici e prospettici, essa è fondamentale per comprendere se, al di là del contesto esterno, l'impresa possiede o meno prospettive di crescita future. In primo luogo, l'analisi delle performance storiche (come illustrato anche *supra*, §2.2.1) è essenziale per comprendere l'evoluzione dell'impresa da quando è stata costituita fino al momento della valutazione: è necessario osservare le principali misure della performance desumibili dal bilancio riclassificato, come l'utile netto, il capitale circolante netto e le sue variazioni, il capitale circolante commerciale, l'EBIT, l'EBITDA, il capitale investito netto, la posizione finanziaria netta, oltre che i principali indici di bilancio, come il ROE, il ROI, la redditività delle vendite, il ROD, la velocità di rotazione del magazzino, dei debiti commerciali e dei crediti commerciali, l'indice di liquidità. La lettura combinata di tutti questi elementi serve per comprendere il livello di salute passato dell'impresa, il suo livello di redditività, la sua capacità di generare flussi di cassa dalle vendite e dalle prestazioni, il rispetto della normativa fiscale e l'eventuale esistenza di contenziosi tributari, nonché la remunerazione degli azionisti. Nonostante queste misure esprimano informazioni di tipo storico, passato, è importante capire che le aspettative di crescita di una società non dipendono solamente dalle possibilità che il futuro ha in serbo, ma anche dall'efficacia e dall'efficienza della gestione passata, in quanto è impensabile pensare che un'azienda possa affrontare un percorso di crescita se la gestione passata ha comportato solo problemi: ad esempio, se si ipotizza che due società abbiano la medesima opportunità di crescita offerta dal mercato, ma in passato la prima ha conseguito degli ottimi risultati mentre quelli della seconda sono stati pessimi, risulta abbastanza chiaro quale delle due imprese avrà maggiori possibilità di riuscire nel proprio intento di svilupparsi.

Dall'analisi delle performance passate della società, nonché di quella del contesto macroeconomico e competitivo, si possono quindi dedurre quelle future, di cui è stato ampiamente discusso precedentemente parlando di flussi di cassa e reddito contabile prospettici (§ 2.2.1, 2.2.2). Chiaramente, le performance programmate possono includere un certo margine di crescita, proprio per tenere conto delle relative aspettative formatesi, tuttavia tale tasso di crescita non deve essere eccessivo: solitamente, per calcolare un tasso di crescita che includa

un certo ammontare di prudenza si tiene conto del ROE passato e del tasso di reinvestimento degli utili conseguiti (ecco, tra le altre cose, l'utilità delle misure storiche). Questo tasso di crescita dell'impresa, che include al suo interno le relative aspettative, viene direttamente inserito all'interno dei modelli di calcolo del valore aziendale, come sottraendo del tasso di sconto, in modo tale che le aspettative di crescita della società possano essere direttamente considerate nel calcolo del valore dell'impresa.

2.4 LA CRESCITA AZIENDALE E LE SUE DETERMINANTI

Nello scorso paragrafo si è parlato ampiamente delle aspettative di crescita, tuttavia non è stata effettuata nessuna spiegazione relativa a questo fenomeno; in questa parte di elaborato, pertanto, verranno discusse le modalità con cui l'impresa si sviluppa, oltre a esplicitare le principali determinanti che spingono un'impresa a crescere nel mercato.

Innanzitutto, la crescita può essere definita come quel processo continuo tramite il quale l'impresa si sviluppa e amplia i suoi orizzonti, accrescendo di dimensioni, acquisendo nuovi clienti e, quindi, una maggiore quota di mercato e conquistando un vantaggio competitivo stabile rispetto ai concorrenti. La crescita aziendale si può realizzare, essenzialmente, in due modi, cosicché si abbia la crescita interna e la crescita esterna. In primo luogo, la crescita interna avviene in maniera solitamente costante all'interno dell'impresa ed è dovuta al semplice fatto che un'azienda, con il tempo, si sviluppa: ponendo come presupposto generale quello di un'impresa sana (che quindi non deve attraversare fasi di crisi o di insolvenza), rispetto alle fasi iniziali dell'attività, infatti, man mano che gli esercizi si susseguono aumenta il volume di vendita, aumentano i clienti, e di conseguenza si osserva un incremento della capacità produttiva, delle dimensioni fisiche del complesso aziendale, del numero dei dipendenti. Questo tipo di crescita incorpora alcuni vantaggi e alcuni svantaggi: con riferimento ai primi, la decisione dell'impresa di svilupparsi internamente le consente di avere una maggiore gradualità nello sviluppo, riducendo i rischi di effettuare operazioni troppo avventate che potrebbero, in seguito, risultare decisamente svantaggiose; inoltre, permette all'impresa di calibrare con maggiore precisione la velocità e l'entità della crescita, sempre per essere in grado di ridurre i rischi derivanti dalla stessa. Con riferimento agli svantaggi, invece, il principale da menzionare è la lentezza dello sviluppo; se da un lato questa caratteristica della crescita interna consente una maggiore valutazione e una maggiore elasticità da parte dell'impresa, è doveroso dire che, soprattutto nell'economia moderna, la quale è in costante accelerazione, essa potrebbe far sì

che la società perda il proprio vantaggio competitivo e resti indietro rispetto agli altri competitors del settore, trovandosi presto in una situazione di difficoltà. Se poi lo scopo dell'impresa è quello dell'integrazione verticale oppure quello della diversificazione della produzione (che si vedranno meglio poche righe più avanti), la scelta della crescita interna può apparire complessa, in quanto l'impresa ha la necessità di maturare nuove competenze, nuovo know-how, per poter crescere in maniera profittevole e poter conseguire effettivamente un vantaggio competitivo e strategico.

La crescita esterna, invece, consiste nell'acquisizione di un'altra azienda oppure di suoi rami¹⁵⁰ al fine di ottenere gli stessi risultati raggiungibili con la crescita interna, ovvero di uno sviluppo del complesso aziendale e della posizione competitiva; ciò per cui questa tipologia di sviluppo si differenzia dalla prima sono i tempi con cui si raggiungono gli stessi obiettivi, in quanto tramite la crescita esterna essi sono conseguiti in tempi molto minori. Un ulteriore vantaggio della crescita di tipo esterno, che si contrappone allo svantaggio menzionato precedentemente per quella interna, è l'acquisizione immediata del know-how necessario all'impresa, il quale è compreso all'interno del complesso aziendale acquistato. Oltre al novero di competenze che vengono immediatamente incorporate nella società, comunque, si devono anche nominare le relazioni commerciali preesistenti di fornitura e distribuzione, oltre alla clientela connessa all'azienda trasferita. D'altro canto, tuttavia, la crescita per via esterna comporta un esborso di disponibilità finanziarie superiore a quella per via interna, oltre che alla differente distribuzione di tale esborso: la crescita interna, infatti, avvenendo lentamente, comporta un'uscita di liquidità che è più dilazionata nel tempo, in ragione della distribuzione temporale dei vari investimenti effettuati per lo sviluppo aziendale; la crescita esterna, consistendo nell'acquisto di un intero complesso aziendale (o ramo), genera un esborso concentrato (si parla, infatti, di pagamento *una tantum*) e superiore¹⁵¹. Un altro svantaggio di questo tipo di crescita, comune in realtà anche allo sviluppo interno, sta nel fatto che l'acquisto di un complesso di beni organizzato necessita della presenza di redditività del settore, la quale potrebbe essere però diversa da quella presupposta dalla società in sede di valutazione della convenienza dell'investimento; il fatto di avere acquisito un'intera azienda, tuttavia, genera

¹⁵⁰ La crescita esterna, ad ogni modo, si può realizzare anche con forme di aggregazione di imprese che sono più deboli rispetto alla vera e propria acquisizione, come ad esempio attraverso partnership commerciali, joint ventures, consorzi di imprese; ad ogni modo, tali forme di collaborazione non verranno approfondite in questa sede, essendo infatti rilevante la crescita tramite trasferimenti della proprietà aziendale.

¹⁵¹ La superiorità dell'esborso rispetto all'acquisto dei singoli asset, infatti, è giustificata dall'avviamento, dovuto alla capacità di generazione del reddito di un insieme organizzato di attività rispetto a un insieme non coordinato di singoli beni.

difficoltà per l'uscita dal settore, nel caso in cui esso abbia un andamento non soddisfacente, in quanto è molto difficile alienare un'intera azienda¹⁵².

La crescita esterna, scendendo nei particolari del tema, si può realizzare attraverso tre metodologie possibili, le cui differenze sono da ricercarsi nella tipologia di complesso di beni acquisito. Innanzitutto si ha l'integrazione verticale, la quale consiste nell'acquisizione di aziende che si trovano su livelli diversi della catena del valore; in pratica, in questa situazione la società acquista un suo fornitore oppure un suo cliente (anche se è più corretto parlare di distributore), internalizzando appunto tali fasi della catena di produzione del valore. Questa tipologia di acquisizione può dirsi vantaggiosa in quanto consente all'impresa di avere il controllo di una porzione maggiore della catena del valore, riducendo quindi i problemi e i costi legati all'approvvigionamento (grazie all'ottenuto controllo dei fornitori) e alla distribuzione (grazie al fatto di poter accorciare la distanza con il consumatore finale). Nello specifico, tramite questa forma di aggregazione sono possibili innanzitutto economie di scala legate semplicemente alla dimensione aziendale; si riducono poi i costi legati al controllo di fornitori e distributori, potendo l'impresa vigilare direttamente sul processo di trasformazione delle materie prima in prodotto finito destinato al consumatore; il know-how aziendale viene mantenuto all'interno della proprietà, non dovendo esso essere condiviso con nessun soggetto esterno. Dall'altro lato, tuttavia, l'integrazione verticale aumenta la rigidità della struttura dei costi, sottoponendo l'impresa a un maggiore rischio operativo¹⁵³ e a maggiori barriere di uscita dal settore di riferimento; inoltre, l'integrazione verticale può distogliere la società dall'effettuare innovazioni, a causa di un minore focus sul core business aziendale e a causa del rinnovo dei pesanti investimenti effettuati nelle risorse attuali (non adatte per l'innovazione).

In secondo luogo si ha l'integrazione orizzontale, la quale consiste nell'acquisizione di imprese concorrenti, le quali si trovano sullo stesso livello della catena del valore della società. Anche in questa situazione si possono profilare vantaggi e svantaggi. Un indubbio punto forte di tale strategia di acquisizione risiede nel fatto che essa consente di eliminare concorrenti diretti dal mercato, acquisendo allo stesso tempo le quote di clientela dei medesimi; questo

¹⁵² Nel caso di crescita interna, la difficoltà è la medesima: il fatto di avere effettuato diversi investimenti per un progetto di crescita non vuol dire necessariamente che esso debba andare come previsto; nel caso in cui esso non generi i cash flow attesi, infatti, è anche in questa situazione molto difficile uscire da tale settore/segmento di mercato senza conseguire delle perdite.

¹⁵³ I maggiori costi fissi generati dall'acquisto di un intero complesso aziendale provocano una maggiore incidenza degli stessi rispetto ai costi variabili, con il risultato di aumentare il rischio operativo, ovvero la sensibilità del reddito operativo a seguito di una variazione del fatturato. Maggiori sono i costi fissi rispetto al totale dei costi, infatti, maggiore sarà il margine di contribuzione, ovvero dalla parte di prezzo destinata a coprire i costi fissi, pertanto sarà maggiore la necessità di ottenere volumi di vendita per conseguire profitto. Una struttura dei costi più snella, basata principalmente su costi variabili, non presenta questo genere di problemi, in quanto saranno necessari minori volumi per coprire i costi complessivi.

consente di rafforzare la posizione dell'impresa sul mercato, nel caso in cui essa sia già la più grande società presente in esso, oppure di diventarlo, acquisendo un vantaggio competitivo rispetto all'ormai precedente leader del settore. Inoltre, consente di semplificare la catena di approvvigionamento e, eventualmente, di distribuzione, potendo infatti eliminare alcuni dei fornitori, nonché, se la localizzazione della clientela finale lo consente¹⁵⁴, di eliminare alcuni dei soggetti a cui l'impresa vende i propri prodotti. D'altro canto, il principale svantaggio dell'integrazione orizzontale è dato dal fatto che essa non consente di abbattere il rischio di business: se il settore di attività della società comincia ad entrare nella fase di declino, l'assenza di diversificazione del gruppo comporta la crisi dello stesso, a meno che non effettui una modifica della propria offerta di valore. Spesso accade, infatti, che una società non abbia la visione di effettuare le innovazioni necessarie per sopravvivere in quello che è un contesto competitivo sempre più dinamico e aggressivo (basti pensare a quello che è successo a Nokia oppure a Blockbuster).

Infine, si ha la diversificazione, che consiste nell'acquisto di un'impresa che si trova al di fuori del settore/segmento di attività della società, la quale diventa in questo modo un conglomerato. Questo tipo di soluzione è molto vantaggiosa, in quanto consente all'impresa di suddividere il rischio di fallimento tra diversi settori: al pari di un portafoglio di strumenti finanziari, in cui il rischio di portafoglio può essere diminuito attraverso l'investimento su più asset differenti, così la società può decidere di ampliare il proprio raggio di attività per evitare che l'impatto di una crisi nel settore principale possa causare danni irreversibili alla stessa. Dal punto di vista degli svantaggi, il principale punto debole che può scaturire da una strategia di crescita esterna di questo tipo è la perdita di identità del gruppo, il quale sarebbe sì composto da diverse attività d'impresa, ma che non opererebbe più come un solo essere, guidato da un unico obiettivo di lungo termine.

Sempre con riferimento alla crescita per via esterna¹⁵⁵, è fondamentale puntualizzare che, nel momento in cui vuole acquisire una partecipazione all'interno di una società al fine di realizzare strategie di sviluppo aziendale per via esterna, l'impresa che effettua l'acquisto ha la necessità di poter disporre di tale azienda; in altre parole, per poter attuare le strategie messe a punto l'acquirente ha bisogno di ottenere il controllo della società. Di conseguenza, in questo

¹⁵⁴ Appare chiaro, infatti, che se l'obiettivo della società è aumentare la platea della propria clientela, ad esempio, in America, se essa acquisisce un concorrente che vende i propri prodotti negli Stati Uniti è impossibile per l'impresa eliminare i distributori dell'azienda acquisita, in quanto verrebbe meno lo scopo dell'acquisizione.

¹⁵⁵ In questa sede ci si concentra di più su di essa, in quanto si ricorda sempre che il tema centrale di questo elaborato è andare a capire quali sono le ragioni economiche per le quali si effettua un'offerta pubblica di acquisto, la quale può essere, di fatto, una strategia tramite la quale compiere una crescita per via esterna.

contesto entra in gioco uno dei tre significati che erano stati attribuiti all'inizio del capitolo¹⁵⁶ al valore dell'impresa, ovvero il valore di acquisizione; questo, non il valore intrinseco della società, è il valore rilevante ai fini della compravendita. Potendo fornire una migliore spiegazione, il primo termine, detto anche valore stand alone, è il valore dell'impresa al suo stato attuale, a prescindere dalle condizioni dell'ambiente in cui si inserisce la stessa; il valore di acquisizione, d'altro canto, è il valore che viene determinato in sede di negoziazione, il quale è maggiore del valore stand alone a causa delle cosiddette sinergie derivanti dall'acquisizione.

A questo punto, è necessario capire cosa sono le sinergie (o anche effetti sinergici). Quando una società vuole acquisire un'altra impresa deve formulare una proposta di acquisto, la quale deve comprendere anche un prezzo (il quale può essere definito in maniera complessiva oppure con riferimento alla singola azione). Al fine di determinare un probabile prezzo equo, tuttavia, l'impresa non può considerare solamente il valore intrinseco delle azioni, bensì deve tenere conto anche del potere che scaturisce dal possesso di tali titoli di proprietà, ovvero il controllo; questo, chiaramente, conferisce alla prima società il possesso della seconda, cioè il potere di disporre di quest'ultima. Il potere di disposizione dell'azienda acquisita si concretizza attraverso l'attuazione delle sinergie, vale a dire quegli effetti benefici che si generano dalla gestione congiunta dei due complessi aziendali; è proprio il valore di queste che va a determinare il maggiore valore dell'impresa in sede di trattative rispetto al suo valore stand alone. Di conseguenza, si può comprendere come il valore stand alone dell'impresa è il prezzo minimo che può essere accettato dai soci cedenti, in quanto essi non saranno mai disposti ad accettare una remunerazione inferiore al valore intrinseco degli asset posseduti; d'altro canto, il valore di acquisizione è il prezzo massimo che l'acquirente è disposto a pagare, in quanto non sarà mai disposto a sborsare un importo superiore alla somma del valore potenziale dell'impresa e delle sinergie ricavabili dalla crescita per via esterna¹⁵⁷. Ad ogni modo, il valore unitario di ciascuna azione successiva a quelle necessarie per l'ottenimento del controllo diminuisce sensibilmente, in quanto il premio di maggioranza viene incorporato nei titoli che vanno a conferire il controllo della società, mentre gli altri possiedono valore molto minore perché non comprendono nessun tipo di potere decisionale¹⁵⁸. Nel caso in cui l'azionariato della società sia diffuso, tuttavia, possono essere previsti delle quote più basse rispetto al 50% necessario per il

¹⁵⁶ §2.1.

¹⁵⁷ Chiaramente, nel caso in cui l'acquirente sia una persona fisica, così come anche nel caso in cui l'acquisto sia relativo a una partecipazione non di controllo, il solo valore che deve essere preso in considerazione è quello potenziale, in quanto non è presente alcun tipo di sinergia in questo caso.

¹⁵⁸ Per questa ragione, una partecipazione del 10% che consente di ottenere il controllo di diritto vale di più di una partecipazione del 10% che consente di arrivare a detenere il 70% (e non il 60%) dei diritti di voto in assemblea dei soci.

controllo di diritto: in queste società, infatti, l'azionista di maggioranza possiede un'influenza notevole anche senza possedere tale quota, essendo sufficiente una percentuale minore.

Le sinergie si possono classificare in due macro-categorie, ovvero le sinergie operative e le sinergie finanziarie. Iniziando la disamina della prima tipologia, tali sinergie consentono al nuovo gruppo, attraverso diversi meccanismi, di accrescere il reddito prodotto attraverso l'utilizzo combinato delle attività aziendali, riducendo i costi oppure aumentando i ricavi derivanti dall'attività d'impresa. In particolare, un primo effetto benefico derivante dall'unione di due complessi aziendali è senza dubbio dato dalle economie di scala realizzabili, le quali derivano da un aumento della capacità produttiva del nuovo gruppo di imprese: un aumento delle quantità prodotte, infatti, consente un abbattimento del costo medio del prodotto il quale, a fronte di una costanza del prezzo, permette un aumento degli utili. Oltre alle economie di scala, sono realizzabili anche economie di scopo, che si realizzano nel momento in cui le produzioni dei due complessi aziendali vengono effettuate negli stessi impianti, al fine di realizzare un risparmio nei costi di produzione; tale risparmio, inoltre, può essere determinato da una maggiore efficienza con cui avviene la produzione stessa, la quale può essere spiegata dalla combinazione dei diversi know-how aziendali. Sia le economie di scala che di scopo, ad ogni modo, possono essere realizzate solamente nel caso in cui venga realizzata una strategia di integrazione orizzontale, in cui le imprese aggregate sono simili per prodotti offerti e, tendenzialmente, per similarità nella struttura aziendale e dei costi. Inoltre, in generale, le sinergie operative possono essere realizzate nella situazione in cui l'impresa acquirente svolga un'attività di tipo industriale e non sia semplicemente una società finanziaria: in questo ultimo caso, infatti, la realizzazione di sinergie risulta molto complessa, non essendo l'acquirente un esercente di attività produttiva; di conseguenza, la differenza tra il valore stand alone e il valore di acquisizione può essere ricercato solitamente in un maggior valore derivante dalla migliore gestione del capitale dell'impresa e, in generale, da sinergie di tipo finanziario (che verranno illustrate *infra*).

Una seconda sinergia operativa che è possibile realizzare, anche in questo caso tra due imprese industriali e, in particolare, tramite un'integrazione orizzontale, riguarda il miglioramento del posizionamento di mercato del nuovo gruppo aziendale: attraverso la combinazione di due imprese concorrenti, infatti, oltre alle economie di scala e di scopo che sono state illustrate poc'anzi, si ottiene un miglioramento della posizione all'interno del mercato di riferimento, che può portare al primato all'interno dello stesso oppure al rafforzamento della già ottenuta posizione di leadership del mercato. Inoltre, la collaborazione tra due imprese prima rivali può comportare anche alla realizzazione di un maggior reddito

operativo dovuto a un aumento dei prezzi praticati alla clientela: con l'eliminazione di un competitor, infatti, la società ha la possibilità di applicare prezzi maggiori al mercato senza correre il rischio¹⁵⁹ di perdere acquirenti perché attratti da un prezzo più vantaggioso. Tale aumento dei prezzi, inoltre, può essere dovuto, oltre che dalla sopravvenuta minore concorrenza, anche da un miglioramento del prodotto stesso: la collaborazione tra due imprese prima contrapposte tra loro, infatti, comporta anche l'unione delle competenze maturate, dei due know-how aziendali, i quali possono, anche in questo contesto, generare un vantaggio competitivo ulteriore fondato sulla maggiore qualità e differenziazione dei beni offerti. Quanto appena detto sul miglior posizionamento di mercato e sul maggiore prezzo applicabile è tanto più accentuato quanto maggiore è la concentrazione del mercato: questa, infatti, è tanto maggiore quanto maggiore è la quota di mercato che è posseduta dalle prime aziende più grandi; un settore concentrato, pertanto, sarà caratterizzato da poche grandi imprese che soddisfano gran parte della domanda, seguite da altre imprese molto più piccole che si contengono i clienti restanti. Si capisce, pertanto, che se il mercato è già relativamente concentrato e due delle maggiori imprese si aggregano, il vantaggio competitivo che viene generato è maggiore rispetto a un mercato altamente frammentato.

Un'altra sinergia, che non può essere definita strettamente legata all'operatività aziendale ma che comunque può generare un aumento del reddito, è data dalla maggiore snellezza della governance aziendale, dovuta al fatto che viene dimezzata la quantità degli organi preposti alla gestione della società; si avranno, infatti, un solo consiglio di amministrazione, una sola assemblea dei soci, un solo collegio sindacale. Questo consente, seppur in misura non esageratamente rilevante, di ridurre i costi amministrativi relativi a tali figure di governance (esclusi i soci, chiaramente) e i costi di diffusione e di gestione delle informazioni, oltre a rendere più snella l'apparato burocratico del gruppo.

Passando all'analisi delle sinergie finanziarie, esse permettono di ottenere un miglioramento nella situazione finanziaria dell'impresa, grazie a maggiori flussi di cassa in entrata o a minori cash flow in uscita. Una prima sinergia appartenente a questa categoria è data dai maggiori flussi di cassa in entrata e dai minori flussi di cassa in uscita che si ottengono dalla gestione congiunta dei due business: facendo un rinvio a quanto detto *supra*, infatti, si capisce come l'abbattimento della concorrenza e una maggiore incidenza dell'impresa sulla soddisfazione della domanda di mercato possano produrre maggiori ricavi e, di conseguenza, incassi. La maggiore importanza assunta dal gruppo all'interno del mercato, inoltre, crea benefici anche a

¹⁵⁹ Questo rischio è comunque presente, solo che è meno sentito a causa della migliore posizione competitiva acquisita.

livello di flussi di cassa in uscita: maggiori dimensioni, infatti, producono una concentrazione della domanda dal punto di vista dei fornitori, che vedranno la loro platea di clienti restringersi (ciò viene accentuato maggiormente nei settori con alta concentrazione); di conseguenza, essi osserveranno l'erosione del loro potere contrattuale, fenomeno dato proprio dal fatto che, potendo vendere i loro prodotti a meno aziende, saranno più propensi ad accettare le condizioni di scambio volute dal gruppo, chiaramente per esso più vantaggiose. La riduzione dei flussi di cassa in uscita, inoltre, riguarda anche i minori costi della governance, come già illustrato in precedenza.

Una seconda sinergia di tipo finanziario risiede nella struttura finanziaria del nuovo gruppo creatosi con l'acquisizione. In particolare, la combinazione delle posizioni finanziarie nette e delle attività delle due imprese genera, solitamente, un miglioramento della patrimonializzazione del gruppo, il che ha diverse conseguenze dal punto di vista del costo del capitale. Innanzitutto, la maggiore dimensione dell'azienda fa sì che essa sia considerata più sicura dai fornitori, i quali potranno concedere al gruppo dilazioni di pagamento maggiori, aumentando il capitale circolante netto operativo di quest'ultimo; questo ha come effetto quello di migliorare la struttura finanziaria aziendale, in quanto la società avrà a propria disposizione una maggiore quantità di liquidità per finanziare le proprie attività operative e una minore necessità di ricorrere all'indebitamento a breve termine. In secondo luogo, l'unione delle situazioni finanziarie può riportare l'equilibrio nelle due "divisioni aziendali", in quanto le risorse finanziarie possono essere riallocate in modo da utilizzare la liquidità in eccesso per soddisfare il fabbisogno finanziario di una parte del gruppo, oppure anche per fornire i mezzi finanziari per progetti di investimento senza ricorrere all'indebitamento (il quale può essere utilizzato per altri scopi). In terzo luogo, la maggiore dimensione della società genera una riduzione del rischio complessivo percepito, in quanto un'azienda di grandi dimensioni dovrebbe possedere, in linea teorica, maggiori risorse per svolgere la propria attività, nonché maggiori capacità di far fronte a momenti di difficoltà temporanea. La riduzione del rischio complessivo percepito, pertanto, comporta una pari riduzione del costo del capitale: si deve sempre tenere a mente, infatti, che la minore rischiosità di un investimento comporta anche una minore remunerazione attesa da parte dei soggetti investitori. Il minore costo del capitale si traduce in un maggior valore dell'impresa (dato il minor tasso di sconto applicato ai flussi di cassa prospettici), oltre che a un minore esborso in termini di oneri finanziari, il che, tra l'altro, produce un ulteriore miglioramento dell'equilibrio finanziario e della posizione finanziaria del gruppo. Infine, il maggior merito creditizio dovuto alla riduzione della rischiosità permette un maggiore livello di indebitamento, il quale porta a maggiori scudi fiscali; come già illustrato in

precedenza¹⁶⁰, infatti, l'indebitamento comporta il pagamento di oneri finanziari, i quali sono, almeno secondo la normativa fiscale vigente in Italia, deducibili secondo i limiti già spiegati. Il fatto che il gruppo possa permettersi un livello di indebitamento maggiore rispetto alla somma delle semplici posizioni debitorie delle due componenti, pertanto, comporta un maggiore livello degli scudi fiscali, il quale fa aumentare a sua volta il valore del gruppo. Come accennato anche precedentemente, si può facilmente comprendere come le sinergie finanziarie, a differenza di quelle operative, possono essere poste in essere a prescindere dal tipo di acquisizione che viene effettuata; non è per niente indispensabile, pertanto, che venga realizzata un'integrazione orizzontale al fine di realizzare sinergie finanziarie, mentre essa è necessaria per far sì che si possano ottenere vantaggi operativi.

Un ultimo tema che è rilevante quando si discute di crescita dell'impresa riguarda la soggettività della medesima. Se si osservano due ipotetiche imprese, identiche per quanto riguarda l'attività svolta e i beni offerti, la composizione del patrimonio aziendale, l'organizzazione dell'azienda e del personale e la posizione competitiva all'interno del mercato, in un certo istante, e poi le si torna ad osservare dopo un periodo di tempo sufficientemente lungo, si nota che esse non sono più uguali; nonostante la medesima base di partenza, infatti, le due imprese sicuramente avranno prodotto utili differenti, saranno cresciute in modi differenti e si troveranno in posizioni differenti all'interno del settore di riferimento. Tutto questo è dovuto a un elemento ben preciso, ovvero la soggettività della crescita. In particolare, la crescita o meno di una società, nonché la velocità con cui la stessa progredisce (o regredisce, in certi casi), è dovuta essenzialmente a chi si trova nella posizione di governo della stessa e dalle scelte che tali soggetti compiono. Un'attività di impresa, in linea di principio, viene esercitata dall'imprenditore, che plasmerà tale attività secondo le sue competenze, la sua esperienza, la sua capacità di prendere dei rischi e di assumersi le proprie responsabilità, ma soprattutto secondo la sua lungimiranza; il fatto di avere una visione e una missione a lungo termine, infatti, concentrerà gli sforzi dell'impresa nel raggiungere tali obiettivi mantenendosi fedele a esse. Tutte queste qualità, ad ogni modo, rientrano nella soggettività dell'individuo o degli individui che governano la società, ed è per questo che tali figure sono fondamentali per la crescita della società e per il suo successo nel lungo termine; inoltre, questi soggetti e la loro bravura sono misurati non solamente con riguardo alle competenze tecniche da loro possedute (come la conoscenza di un bilancio, oppure la capacità di redigere un business plan o un budget, o ancora di coordinare un gruppo di persone nello svolgimento di un progetto), ma anche dalla loro

¹⁶⁰ §2.2.4.

visione futura dell'impresa, tant'è che il valore potenziale di un'impresa spesso viene valutato non solamente in base all'attitudine degli asset a produrre reddito o all'adeguatezza della struttura finanziaria, ma anche in base alle figure stesse dei dirigenti e alla loro imprenditorialità. Nel determinare il valore di una società e, in particolare le sue prospettive di crescita, pertanto, si dovrà tenere conto, tra gli altri fattori, dell'importanza del ruolo che viene giocato dalla governance aziendale e dalla sua capacità di osservare l'impresa proiettata nel futuro, oltre alla sua capacità di mettere in risalto i punti di forza della società e di cogliere le opportunità che provengono dall'ambiente esterno.

2.5 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO

Come per il precedente capitolo dedicato ai mercati finanziari e all'offerta pubblica di acquisto, è doveroso effettuare una sintesi. All'inizio del capitolo, innanzitutto, dopo aver fornito le possibili definizioni di valore d'impresa, è stata effettuata una disamina dei principali metodi che, nella prassi, possono essere utilizzati per determinare tale importo. Successivamente, ci si è addentrati più in profondità, andando a effettuare un'analisi dei principali driver che guidano il cosiddetto enterprise value, per poi dedicare un'attenzione particolare all'importanza che giocano la crescita aziendale e le aspettative legate alla stessa, sia derivanti dal mercato che dall'interno dell'impresa; per poter comprendere le potenzialità della crescita aziendale, inoltre, si è proceduto a illustrare i driver che derivano da una crescita per via esterna.

Aver illustrato le determinanti del valore aziendale getta le basi per riuscire a comprendere i motivi per cui i prezzi azionari si possono discostare da tale valore, il quale solitamente è la ragione che spinge una società a lanciare un'offerta pubblica di acquisto; tale scostamento tra valore intrinseco e prezzo, come si può facilmente intuire, può essere determinato da diversi fattori, che riguardano sia il mercato e i soggetti che vi operano che la società stessa. Nei successivi capitoli, pertanto, si andranno a osservare alcune operazioni di acquisto delle azioni di società quotate nei mercati regolamentati, per fornire delle ipotesi legate ai motivi di effettuazione delle stesse, per poi andare a illustrare, secondo un approccio teorico, quali sono i principali motivi economici che, in generale, possono spingere una società a uscire dai mercati regolamentati.

Capitolo 3

OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO NEI MERCATI FINANZIARI ITALIANI

3.1 PREMESSA

L'offerta pubblica di acquisto, come si è potuto comprendere già all'interno del capitolo 1, è un'operazione di carattere straordinario nel contesto dei mercati finanziari, i quali invece, normalmente, sono caratterizzati da normali contrattazioni riguardanti di scambio di titoli: attraverso l'OPA, infatti, viene acquistata la totalità oppure una parte delle azioni di una certa società, la quale esce di fatto dalla sede di negoziazione e torna a essere una società privata, appartenente a pochi soggetti¹⁶¹. Tale genere di operazione, inoltre, sortisce un ulteriore importante effetto, ovvero quello di spostare gli equilibri all'interno delle assemblee dei soci, modificandosi infatti la compagine sociale in misura evidentemente non indifferente.

Per consentire di rafforzare la comprensione di quali sono le ragioni che, in linea teorica, spingono una società a lanciare un'offerta pubblica di acquisto, le quali verranno spiegate nel successivo capitolo, viene ritenuto utile andare a osservare alcune operazioni avvenute in passato nei mercati finanziari italiani, al fine di poter ricavare, secondo un criterio operativo di tipo induttivo, le ragioni più comuni che spingono le società quotate a seguire tale strada. In particolare, per ciascuna operazione presa in considerazione verranno esaminate innanzitutto le imprese protagoniste, attraverso un breve sguardo all'attività svolta all'interno delle aziende e all'OPA stessa. Questo primo approccio consentirà poi di addentrarsi più nello specifico all'interno della società target (che, evidentemente, è il perno su cui ruota l'intera fattispecie pratica), fornendo informazioni e considerazioni, anche collegate alle nozioni illustrate nel capitolo precedente, riguardanti la dinamica dei prezzi e dei volumi di scambio, mostrando inoltre la correlazione più o meno stretta che può esistere tra queste due variabili. Potendo indagare maggiormente sull'andamento dei volumi, verrà analizzata la relazione che esiste tra essi, la dimensione del flottante in termini assoluti e in relazione al totale delle azioni di cui si

¹⁶¹ Esistono, ad ogni modo, situazioni nelle quali la società non è quotata in una sede di negoziazione ma viene comunque lanciata l'OPA; è il caso, ad esempio, dell'OPA volontaria totalitaria promossa sulle azioni ordinarie emesse dalla società Reale Compagnia Italiana SpA, una società non presente nei mercati finanziari. In questa situazione, infatti, la società, pur non essendo quotata, possedeva un numero di azionisti pari a 330, cifra superiore a quella di 150 necessaria per far ricadere un'offerta pubblica nella fattispecie dell'OPA disciplinata dal TUF (§ 1.2). Dal sito web: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa>.

compone il capitale sociale dell'impresa: questi indicatori, infatti, possono andare a incidere sull'appetibilità di un titolo. Poiché sempre e inevitabilmente collegata al comportamento di prezzi e volumi, verrà analizzata la situazione finanziaria della società le cui azioni sono oggetto dell'offerta, andando in particolare a osservare e commentare informazioni quali gli indici di bilancio, nonché il rapporto che esiste tra la capitalizzazione dell'impresa e il suo valore intrinseco, in modo da poter estrarre ulteriori ragioni che stanno alla base del possibile andamento del corso del titolo e, in ultima analisi, dell'effettuazione dell'offerta pubblica di acquisto.

Prima di procedere con l'analisi delle diverse operazioni è opportuna una piccola precisazione: durante l'effettuazione dei diversi esami, infatti, verranno presi in considerazione anche i contenuti dei vari documenti di offerta, i quali possono essere consultati presso il sito web della Consob¹⁶².

3.2 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO ASSITECA SPA

La prima operazione che, in questa sede, viene analizzata è l'offerta pubblica di acquisto totalitaria lanciata dalla società Howden Italia Holdings SRL tra giugno e inizio luglio 2022 nei confronti delle azioni ordinarie emesse dalla società Assiteca SpA. La prima società fa capo a una holding finanziaria, la Howden Group Holdings Limited, ovvero una società il cui oggetto sociale è la detenzione di partecipazioni in altre società; essa, attraverso le imprese che controlla per effetto del possesso delle loro azioni, esercita l'attività di intermediazione e brokeraggio assicurativo. Dall'altra parte, Assiteca SpA è una società che esercita le attività di gestione dei rischi d'impresa e, anch'essa, di brokeraggio assicurativo.

Potendo, come accennato in apertura del capitolo, effettuare una contestualizzazione delle informazioni che verranno fornite, è necessario dire come questa operazione si tratti dell'assoluzione al sopraggiunto obbligo di effettuazione dell'OPA a seguito del superamento della soglia rilevante prevista dall'art. 106 del TUF (§ 1.4). Tale superamento della soglia e, pertanto, la soggezione dell'offerente all'obbligo di effettuazione dell'operazione sono frutto di una strategia di crescita iniziata da quest'ultimo: in particolare, in seguito a un accordo con Assiteca riguardante l'acquisizione della stessa da parte di Howden, quest'ultima era arrivata a detenere nel mese di maggio del 2022 una partecipazione nel capitale sociale di Assiteca pari a

¹⁶² Dal sito web: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa>.

circa l'87% la quale, sommata all'acquisizione di un ulteriore 5,6% circa da altri soci di minoranza della società, aveva portato la quota a circa il 92,6%¹⁶³; infine, l'acquisto di azioni per una quota complessiva pari al 2,7% aveva aumentato la partecipazione di Howden in Assiteca fino a un livello pari a più del 95% del capitale sociale, come si può leggere all'interno del documento d'offerta. Sempre all'interno di tale documento si può leggere come l'OPA fosse finalizzata al delisting, ovvero alla rimozione del titolo dalla negoziazione all'interno dei mercati regolamentati. È possibile aggiungere che data la soglia raggiunta, tale operazione è potuta ricadere nella fattispecie dell'obbligo di acquisto (o *sell-out*) contenuta all'interno dell'art. 108 del TUF (§ 1.4). Facendo, infine, un breve riferimento ai risultati ottenuti, si deve dire che Howden, tramite questo insieme di acquisti, è arrivata a detenere una partecipazione complessiva all'interno di Assiteca pari al 99,2% del capitale sociale, come è possibile leggere all'interno del comunicato societario che riporta l'esito dell'OPA obbligatoria; all'interno di tale documento è riportato inoltre che la nuova controllante non avrebbe ripristinato il flottante e si sarebbe avvalsa del diritto di acquistare la restante parte delle azioni, come del resto accaduto prima della rimozione dai mercati finanziari¹⁶⁴.

Al fine di poter fornire un quadro sintetico dell'operazione, viene presentata una tabella contenente le informazioni principali essa riguardanti; in particolare, il corrispettivo minimo imposto dalla legge è pari al prezzo di acquisto di ogni singola azione applicato nell'acquisizione della prima partecipazione.

Tabella 1, Riassunto risultati OPA Assiteca SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO ASSITECA SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 15 giugno al 5 luglio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (31/05/2022)	5,600 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (31/03/2022)	5,500 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (31/12/2021)	2,440 €
Prezzo di offerta	5,624 €
Prezzo minimo per legge	5,624 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	99,198%

Come appena illustrato, questa offerta pubblica di acquisto ha avuto come ultimo scopo quello del delisting, non volendo l'offerente ripristinare il flottante minimo fondamentale per

¹⁶³ Dal sito web: https://www.assiteca.it/wp-content/uploads/2022/05/2022_05_03-Avveramento-condizioni-closing-Howden-Group-Holdings-ITA-ENG.pdf.

¹⁶⁴ All'interno della Figura 1 è possibile osservare come sia presente un prezzo alla data 03/05/2023; esso, tuttavia, non deve confondere il lettore, trattandosi infatti dell'ultimo prezzo di quotazione del titolo, rimosso dal mercato finanziario di riferimento il giorno 13/07/2022, data in cui è stato anche perfezionato il diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, come si può leggere consultando il sito web: <https://www.assiteca.it/wp-content/uploads/2022/07/2022.07.13-Comunicato-stampa-delisting.pdf>.

la negoziazione¹⁶⁵; è, quindi, necessario andare a osservare la dinamica storica di prezzi e volumi per ricercare una ragione in questa scelta. Per fare questo si può, innanzitutto, osservare, all'interno del Grafico 1, l'andamento dei prezzi e dei relativi volumi del titolo nel corso del periodo in cui esso è stato quotato nei mercati finanziari italiani, al fine di ricercare possibili inefficienze di mercato che hanno fornito ulteriori giustificazioni all'effettuazione del delisting.

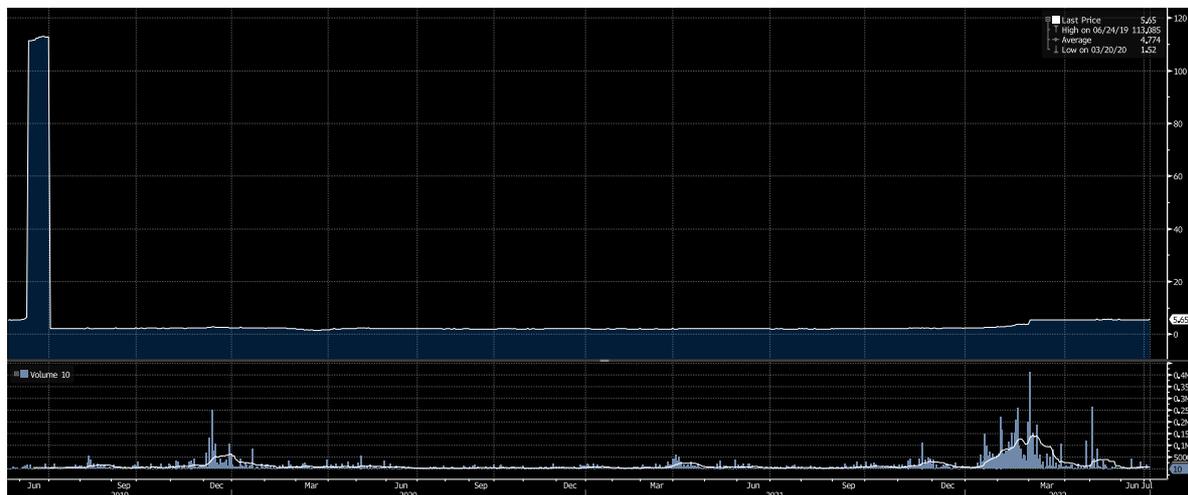


Grafico 1, Andamento prezzo e volumi di Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Come è possibile osservare, il prezzo si è mantenuto sostanzialmente costante per tutto il tempo preso in considerazione. La costanza nel valore del flottante, come si può osservare, si è preservata anche a seguito del lockdown causato dallo scoppio della pandemia da Covid 19, a dimostrazione che il settore del brokeraggio assicurativo (o, almeno, Assiteca) non è stato particolarmente toccato dalla stessa. Questo può essere spiegato dal fatto che il servizio assicurativo è un servizio essenziale, almeno in determinati ambiti, per cui non ha subito il freno che invece ha coinvolto molti altri settori; ciò, di conseguenza, si è trasmesso al prezzo azionario, rimasto per l'appunto invariato. La sostanziale costanza nel livello dei prezzi può essere anche stata dovuta alla quantità di volumi scambiati nel periodo preso in considerazione, rimasti esigui, a eccezione di quanto accaduto al periodo immediatamente precedente all'offerta pubblica di acquisto: questo fenomeno può trovare giustificazione in un'inefficienza del mercato dovuta alle asimmetrie informative esistenti tra soggetti interni ed esterni all'impresa¹⁶⁶. Prezzi costanti e volumi bassi si possono spiegare attraverso il coefficiente di

¹⁶⁵ Come si era illustrato all'inizio dell'elaborato, un titolo ha bisogno di una certa liquidità per poter essere scambiato con una certa efficienza. Uno degli elementi che soddisfano questo requisito è dato dalla presenza di una certa quantità minima di flottante, ovvero di strumenti finanziari quotati nel mercato regolamentato e, quindi, destinati al pubblico; ciò è fondamentale, in quanto un numero troppo esiguo di titoli quotati potrebbe generare difficoltà nello scambio, nonché un possibile eccessivo squilibrio tra domanda e offerta, il quale avrebbe come conseguenza quella di un'eccessiva volatilità del prezzo.

¹⁶⁶ A questo fenomeno sarà dedicata una parte del capitolo successivo (§ 4.4.3).

correlazione¹⁶⁷ calcolato tra i due elementi, il quale è risultato essere praticamente lineare, pari cioè a 0,9953¹⁶⁸: questo significa che una variazione dei volumi di scambio all'interno del mercato regolamentato ha provocato anche una variazione del prezzo. È possibile comprendere, pertanto, che un prezzo di listino altamente legato ai volumi scambiati stava portando con sé un rischio per la società, la quale avrebbe potuto vedere una modifica importante alla propria capitalizzazione di borsa semplicemente a causa di una singola transazione costituita da molti titoli. A causa dei bassissimi volumi di scambio, a cui è conseguito tale rischio, è, pertanto, possibile spiegare la volontà di non ristabilire il flottante da parte della società offerente, nonché controllante di Assiteca.

Potendo approfondire il tema del basso numero di transazioni, è possibile dire che esso ha reso il prezzo non rappresentativo dell'effettivo valore degli strumenti finanziari quotati: se il volume di scambio è molto basso o addirittura nullo, infatti, una transazione di entità appena maggiore al "normale" ha la capacità di provocare un ampio scostamento all'interno dei prezzi, facendo diventare il titolo eccessivamente rischioso, come del resto accennato precedentemente. Benché tali scostamenti non si siano verificati con le azioni di Assiteca (al contrario di altri strumenti finanziari che verranno analizzati più avanti nel capitolo), questa è rimasta sempre una possibilità, che ha potuto far aumentare il rischio percepito dai detentori del titolo, nonché dai soggetti potenzialmente interessati a effettuare un investimento nella società. Tale basso numero di transazioni, poi, può essere stato dovuto a un basso interesse nel titolo stesso, il quale è stato causato non tanto dalle performance aziendali (la cui analisi verrà illustrata *infra*), quanto da un flottante composto solamente da poche azioni rispetto al totale delle stesse che componevano il capitale sociale dell'impresa durante la quotazione, come del resto si può osservare in Figura 1: un flottante ridotto può causare problemi di liquidità, il che, come già si sa, rende il rischio percepito maggiore e, di riflesso, attrae un numero inferiore di investitori disposti a scambiare lo strumento finanziario. La dimensione ridotta del flottante, inoltre, fa sì che il controllo della società sia blindato, in quanto anche l'acquisto dell'intero numero delle azioni in circolazione non consentirebbe a un investitore ipotetico di ottenere tale controllo della gestione della società. Questa impossibilità genera una diminuzione dell'interesse degli operatori di mercato per l'impresa, che vede diminuire il volume degli scambi.

¹⁶⁷ Il coefficiente di correlazione è un indice, che può assumere valori compresi tra -1 e 1, che esprime la relazione tra due variabili, la quale può essere più o meno lineare; più il valore del coefficiente si avvicina a 1 (o a -1), più la relazione è considerata lineare (o inversamente lineare).

¹⁶⁸ Valore osservabile in Appendice I, Figura 3.

Assiteca SpA Internazionale Di Brokeraggio Assicurativo (ASSI IM) - Stock Value							
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2016 06/30/2016	FY 2017 06/30/2017	FY 2018 06/30/2018	FY 2019 06/30/2019	FY 2020 06/30/2020	FY 2021 06/30/2021	Current 05/03/2023
Last Price	1,35	2,00	2,75	2,28	2,23	2,14	5,65
Period-over-Period % Change	—	48,15	37,50	-17,09	-2,19	-4,04	
Open Price	1,85	1,35	2,02	2,81	2,26	2,23	5,65
High Price	1,99	2,69	3,40	2,90	3,00	2,32	5,65
Low Price	1,03	1,14	1,91	1,88	1,50	1,90	5,65
Market Capitalization	41,9	65,3	89,9	74,5	95,2	91,3	
Current Shares Outstanding	31,04	32,67	32,67	32,67	42,67	42,67	42,67
Equity Float	29,87	4,32	4,36	4,36	16,91	16,83	0,00

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 1, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

La ragione principale per cui il delisting è stato effettuato, tuttavia, sembra risiedere nella volontà di Howden di completare la propria strategia di crescita iniziata con l'acquisizione della prima partecipazione, come si apprende dal documento di offerta: all'interno di esso, infatti, si comprende che tramite l'acquisizione le due società riuscirebbero a estrarre le sinergie dovute alla *business combination* e riuscirebbero, insieme, a ottenere un vantaggio competitivo e una maggiore presenza sul mercato del brokeraggio assicurativo. La rimozione del titolo dalla quotazione attraverso una cosiddetta OPA residuale (e, successivamente, tramite l'esercizio del diritto di acquisto), pertanto, ha avuto lo scopo di conferire a Howden il pieno controllo della società, liquidando i rimanenti soci di minoranza e ottenendo così la piena disposizione delle attività aziendali di Assiteca senza che il gruppo si dovesse preoccupare di tutelare tali minoranze: una gestione della società senza ostacoli posti dai soci di minoranza, infatti, è la cosa più desiderabile per una società, soprattutto quando sta effettuando un importante processo di crescita per via esterna¹⁶⁹.

Volendosi ora concentrare maggiormente sull'acquisizione di Assiteca, osservando i numeri delle performance della società è comprensibile come il gruppo abbia voluto dedicarle una certa attenzione. In Figura 2, infatti, si può osservare una crescita costante del fatturato, così come anche del reddito operativo lordo (EBITDA) e dell'utile per azione (EPS). Quest'ultimo, ad ogni modo, ha subito una diminuzione nel 2020, sicuramente a causa della pandemia, per poi tornare ai livelli precedenti al Covid 19 nel corso del 2021. Ciò che invece non è stato toccato dalla pandemia sono stati, invece, il valore dell'impresa e la capitalizzazione della società, che nel 2020 sono cresciuti rispetto al 2019: questo può forse essere stato dovuto alla continuazione delle attività durante il lockdown e alla spinta che l'economia ha avuto con la ripresa delle attività; un mantenimento dell'operatività in un contesto di economia in recessione (per i primi

¹⁶⁹ Sempre dal documento di offerta, infatti, si comprende che Howden aveva già acquisito altre quattro società impegnate nel settore dei servizi assicurativi nel periodo compreso tra luglio 2021 e aprile 2022, cioè prima di ottenere anche il controllo di Assiteca.

due trimestri del 2020) e la successiva ripresa della stessa, infatti, ha portato all'aumento del valore dell'impresa, nonché della capitalizzazione. In aggiunta, è possibile notare come nel 2020 l'impresa sia riuscita anche a diminuire il livello del proprio debito totale, a scapito però di un Free Cash Flow leggermente negativo nello stesso anno.

Assiteca SpA Internazionale Di Brokeraggio Assicurativo (ASSI IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2015 06/30/2015	FY 2016 06/30/2016	FY 2017 06/30/2017	FY 2018 06/30/2018	FY 2019 06/30/2019	FY 2020 06/30/2020	FY 2021 06/30/2021	Current/LTM 12/31/2021	FY 2022 Est 06/30/2022	FY 2023 Est 06/30/2023
Market Capitalization	—	41,9	65,3	89,9	74,5	95,2	91,3			
- Cash & Equivalents	24,5	5,7	7,0	9,7	6,9	8,7	21,0	33,5		
+ Preferred & Other	0,4	1,2	0,2	0,6	0,7	0,8	1,2	1,6		
+ Total Debt	25,6	23,7	30,0	34,5	35,4	28,2	49,3	54,3		
Enterprise Value	—	61,0	88,5	115,3	103,7	115,5	120,8			
Revenue, Adj	57,4	59,8	64,0	66,1	69,8	79,0	86,2	89,5	92,0	96,0
Growth %, YoY	—	4,2	7,2	3,3	5,6	13,1	9,1	7,3	6,8	4,3
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	7,7	8,4	8,7	9,6	10,6	14,7	16,8	18,6	19,0	20,0
Margin %	13,4	14,0	13,7	14,5	15,2	18,7	19,5	20,7	20,7	20,8
Net Income, Adj	3,2	3,6	4,2	4,9	5,5	5,7	7,2	8,6	7,0	8,0
Margin %	5,6	6,1	6,5	7,4	7,9	7,2	8,4	9,6	7,6	8,3
EPS, Adj	—	0,12	0,13	0,15	0,17	0,13	0,17	0,20	0,17	0,19
Growth %, YoY	—	—	14,6	12,1	12,2	-21,3	26,9		0,8	11,8
Cash from Operations	—	7,0	11,8	5,8	3,0	12,8	26,8	30,4		
Capital Expenditures	—	-0,6	-1,0	-0,7	-0,2	-15,6	-1,5	-2,4		
Free Cash Flow	—	6,4	10,8	5,1	2,8	-2,9	25,3	27,9		

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 2, Analisi finanziaria Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si può concludere, pertanto, che l'operazione di acquisizione della società Assiteca da parte del gruppo Howden si è potuta motivare dalla necessità di sfruttare l'opportunità di crescita esterna, così come illustrato in linea teorica nel capitolo precedente (§ 2.4): si sono volute sfruttare le sinergie derivanti dall'unione dei due soggetti giuridici sotto un unico soggetto economico, anche al fine di conseguire un vantaggio competitivo sul mercato. L'offerta pubblica di acquisto, d'altra parte, è servita per consolidare in maniera assoluta il controllo di Assiteca da parte dell'offerente, "eliminando" gli azionisti di minoranza, nonché per effettuare il delisting della società dai mercati regolamentati sfruttando il basso livello del prezzo: a causa del basso numero di scambi, infatti, esso non ha incorporato le performance societarie, finendo probabilmente con l'essere sottovalutato rispetto al valore intrinseco dei titoli.

3.3 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI BANCA DI CIVIDALE SPA

La seconda operazione che verrà analizzata in questa sede è l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Cassa di Risparmio di Bolzano SpA (Sparkasse) tra aprile e l'inizio di maggio 2022 sulle azioni ordinarie e sui warrant di Banca di Cividale SpA (CiviBank), entrambe tipiche banche commerciali, la prima diffusa in Alto Adige, Veneto e in piccola parte nel nord ovest dell'Italia, la seconda diffusa in Friuli Venezia-Giulia e in Veneto.

Come effettuato in precedenza, si ritiene necessario andare a effettuare una contestualizzazione dell'operazione: essa, in particolare, può essere considerata un ottimo esempio di OPA ostile, o scalata ostile. Come già illustrato precedentemente (§ 1.3), infatti, un'offerta pubblica di acquisto si dice ostile quando il management della società target si trova in disaccordo con l'offerta promossa dalla società, appunto, offerente. Come si può leggere in una lettera agli azionisti¹⁷⁰, per l'appunto, il management di Banca di Cividale si era ritenuto contrario all'operazione per una serie di ragioni. In particolare, il CdA riteneva che l'offerta fosse stata avanzata per raggiungere gli obiettivi dell'offerente; in secondo luogo, l'OPA era stata lanciata in un momento in cui gli investimenti effettuati dai soci di CiviBank non si erano ancora tramutati in valore per gli stessi, quindi non erano riflessi nel prezzo dell'OPA; in terzo luogo, l'offerta avrebbe fatto sì che l'autonomia patrimoniale e finanziaria di CiviBank venisse minata; in quarto luogo, le sinergie estraibili dalla gestione congiunta delle due aziende non erano state riflesse nel prezzo di offerta, ritenuto quindi più basso del dovuto; in ultimo luogo, tale prezzo riconosciuto ai soci, inferiore al patrimonio netto della banca acquisita, avrebbe comportato un avviamento negativo che si sarebbe inserito nel bilancio di Sparkasse come un provento di conto economico. Nonostante le preoccupazioni espresse dal CdA di Banca di Cividale, gli azionisti della stessa hanno aderito in gran numero all'offerta e tramite la stessa la partecipazione di Sparkasse in Banca di Cividale è passata dal 17% al 75,64%¹⁷¹ e ha permesso all'offerente di acquisire il controllo di quest'ultima.

Come per il caso precedente, è ritenuto opportuno fornire un quadro sintetico dell'operazione attraverso la presentazione di una tabella contenente le principali informazioni riguardanti la stessa. Una menzione è meritata dal prezzo minimo imposto per legge: esso, infatti, è stato determinato attraverso il criterio imposto dall'art. 106 del TUF, secondo cui il prezzo minimo di acquisto delle azioni deve essere non inferiore alla media ponderata dei prezzi dei 12 mesi precedenti all'offerta.

¹⁷⁰ Dal sito web: <https://www.civibank.it/opa>.

¹⁷¹ Dal sito web: <https://www.aziendabanca.it/notizie/legal/opa-su-civibank-sparkasse-sale-al-75-6-del-capitale-sociale#:~:text=In%20seguito%20all%27ordinanza%20del,1%25%20dei%20diritti%20di%20voto>.

Tabella 2, Riassunto risultati OPA Banca di Cividale SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO BANCA DI CIVIDALE SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dall'8 aprile al 6 maggio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (31/03/2022)	6,400 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (31/12/2021)	6,350 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (30/09/2021)	5,600 €
Prezzo di offerta	6,500 €
Prezzo minimo per legge	5,370 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	75,643%

Nonostante il consiglio del CdA di CiviBank di non aderire all'OPA, i motivi di così tante adesioni all'offerta sono da ricercare in particolare nel mercato finanziario. Come si può notare osservando il grafico sotto riportato, infatti, gli scambi del titolo di CiviBank all'interno della sede di negoziazione "Hi-MTF" erano praticamente nulli, e ciò aveva creato un grave problema di liquidità per i detentori dello stesso, che non riuscivano a smobilizzare le azioni in loro possesso. Anche in questa situazione, inoltre, si poneva il problema prima illustrato per Assiteca SpA relativo alla volatilità del prezzo: pochissimi scambi fanno sì che una transazione di ammontare maggiore abbia l'effetto di provocare un ampio scostamento di prezzo, con la conseguenza di far aumentare la rischiosità del titolo. Ecco quindi come gli azionisti, avuta un'occasione di vendere le azioni contenute nel loro portafoglio, l'hanno colta. Potendo poi osservare i due grafici, si nota come il prezzo fosse caratterizzato da una curva tendenzialmente discendente: questo ha giustificato ancora una volta le preoccupazioni dei soci di possedere un titolo non liquido, in quanto probabilmente essi avevano piazzato diversi ordini di vendita che non si sono incrociati con altrettanti ordini di acquisto; questo, pertanto, ha provocato un eccesso di offerta rispetto alla domanda il quale, in base alle più semplici leggi della microeconomia, ha portato alla diminuzione progressiva del prezzo di listino e, ancora una volta probabilmente, ciò ha causato anche una sottovalutazione del prezzo rispetto al valore intrinseco degli strumenti stessi.

Tutto ciò è spiegabile anche attraverso la matematica: l'indice di correlazione, infatti, ha assunto segno negativo ed è stato pari a $-0,3377^{172}$; questo significa che a una variazione positiva dei volumi è corrisposta una diminuzione del prezzo di quotazione. È possibile notare, inoltre, come si sia avuto un picco di volumi di scambio nel periodo compreso tra ottobre 2021 e aprile 2022; come nel caso analizzato in precedenza, questo comportamento degli azionisti di Banca di Cividale può essere dovuto alle prime notizie riguardanti l'OPA che hanno iniziato a circolare all'interno della società prima della comunicazione ufficiale. Nonostante l'operazione

¹⁷² Valore osservabile in Appendice I, Figura 8.

abbia avuto inizio nel 2022 inoltrato, questa variazione di volumi di scambio può comunque essere attribuita a tali “voci di corridoio”, in quanto un’operazione di questo tipo, per di più avvenuta tra due società esercenti l’attività bancaria, deve essere programmata con un largo periodo di anticipo; di conseguenza, anche per quanto riguarda questa offerta pubblica di acquisto è configurabile una inefficienza di mercato di tipo informativo.

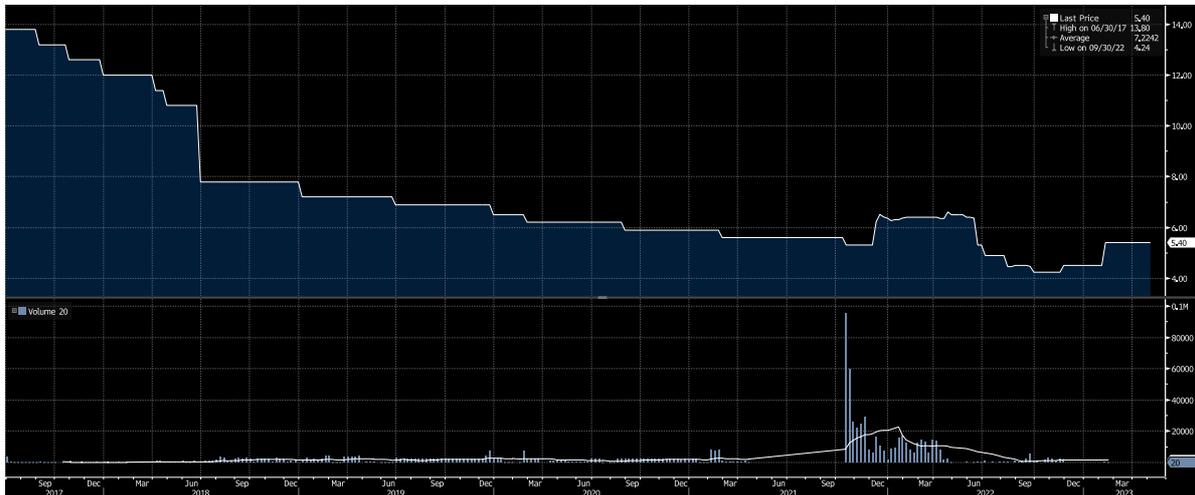


Grafico 2, Andamento prezzo e volumi di Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Oltre alle ragioni che hanno giustificato l’adesione della maggioranza degli azionisti all’OPA, è anche doveroso capire le motivazioni che hanno spinto Cassa di Risparmio di Bolzano a promuovere questa offerta pubblica di acquisto. In particolare, come si può leggere nel documento di offerta pubblicato sul sito della Consob, l’operazione è rientrata all’interno di un piano di crescita aziendale realizzato per via esterna. La volontà di Sparkasse, infatti, è stata quella di creare un gruppo bancario che fosse fortemente radicato nel Triveneto; per fare ciò ha deciso, invece di optare per la più lenta e moderata crescita interna, di attuare una strategia di crescita orizzontale per via esterna che consentisse alla banca di ottenere rapidamente un aumento della quota di mercato in tale territorio, anche grazie alle importanti sinergie, in particolare economie di scala derivanti dalle maggiori dimensioni del gruppo e dalla migliore gestione delle spese. Tali ampliamento, maggiore capillarità e maggiore presenza competitiva, sempre secondo la banca altoatesina, sarebbero infatti raggiungibili grazie a una importante similarità tra il business model e la visione delle due società. Un elemento che è andato a supporto dell’emittente è stata la volontà di Sparkasse di agevolare il piano di crescita della società acquisita, iniziato nel periodo precedente al lancio dell’offerta.

Oltre alle motivazioni legate puramente agli aspetti strategici, anche le performance di Banca di Cividale l’hanno resa un bersaglio perfetto per i piani di crescita della banca altoatesina, come del resto si può notare in Figura 3. Nonostante il calo generale di volumi di

fatturato e di margini che si è susseguito negli anni compresi tra il 2013 e il 2019, è da dire che il 2020, così come il 2021 e il 2022, nonostante l'influenza indubbiamente negativa che il Covid 19 ha avuto, sono stati periodi caratterizzati da una crescita costante per la società, la quale ha potuto giovare di un aumento di ogni risultato, a partire dai ricavi fino ad arrivare all'EBIT ("operating income") e all'utile netto ("net income"). In tale periodo, inoltre, si è potuto registrare un aumento del valore degli asset (ovvero un aumento del valore aziendale) e del patrimonio di vigilanza ("total capital ratio"), il che sta a indicare un aumento della solidità patrimoniale della banca, un fattore importante se si considerano gli avvenimenti che stanno scuotendo il mondo bancario nell'ultimo periodo, come il fallimento di Silicon Valley Bank e le difficoltà finanziarie di Credit Suisse. In un contesto così complicato, l'incorporazione di una banca solida e profittevole da parte di un'altra ha rappresentato un rafforzamento delle strutture patrimoniali e finanziarie di entrambe, oltre a un miglioramento della posizione rispetto ai concorrenti e a una maggior sicurezza da parte dei risparmiatori¹⁷³.

Banca Di Cividale SpA (BPC HM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Current/LTM
12 Months Ending	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2021
Market Capitalization	—	—	—	—	203,0	131,5	108,8	98,2	105,7	91,6
Book Value of Equity	261,3	276,2	313,6	303,5	301,6	274,0	284,9	291,2	351,0	351,0
Total Deposits	1.710,9	1.901,4	2.095,4	2.373,0	2.489,7	2.509,2	2.700,7	3.078,5	3.297,2	3.297,2
Total Loans	3.321,3	3.045,0	3.030,1	2.976,3	3.556,7	3.491,7	3.959,2	3.947,8	4.251,5	4.251,5
Total Assets	5.097,3	4.228,8	4.168,0	4.271,4	3.903,9	3.879,4	4.337,8	4.961,1	5.506,6	5.506,6
Net Revenue, Adj	160,9	141,5	177,6	110,7	112,7	113,0	109,2	115,8	135,6	135,6
Growth %, YoY	18,4	-12,0	25,5	-37,7	1,8	0,3	-3,3	6,0	17,1	17,1
Prof Bef Prov, Adj	76,3	60,1	85,2	28,4	28,2	28,0	29,4	35,1	47,8	47,8
Margin %	47,4	42,5	48,0	25,7	25,0	24,8	26,9	30,3	35,3	35,3
Operating Income, Adj	-42,6	23,9	29,8	6,4	4,7	2,9	3,9	12,6	22,4	22,4
Margin %	-26,5	16,9	16,8	5,8	4,1	2,6	3,6	10,8	16,5	16,5
Net Income, Adj	-35,1	11,1	38,0	6,9	2,4	4,4	2,7	6,8	14,1	14,1
Margin %	-21,8	7,9	21,4	6,3	2,1	3,9	2,5	5,9	10,4	10,4
EPS, Adj	—	—	—	—	0,14	0,26	0,16	0,40	0,75	0,75
Growth %, YoY	—	—	—	—	—	83,7	-38,8	150,0	87,5	87,5
Tier 1 Common Eqty %	—	—	—	—	13,10	13,37	13,64	15,04	16,43	16,43
Tier 1 Capital Ratio %	8,37	10,04	—	—	13,10	13,37	13,64	15,00	16,40	16,40
Total Capital Ratio %	10,37	10,66	—	—	13,55	13,57	13,64	15,00	16,80	16,80

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 3, Analisi finanziaria Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

In conclusione, è possibile dire che, nonostante la contrarietà del CdA di CiviBank all'effettuazione dell'offerta pubblica di acquisto da parte della banca di Bolzano, l'operazione ha potuto dare l'occasione ai soci della prima di smobilizzare il proprio investimento, rimasto illiquido a causa dei mancati volumi nella sede di negoziazione in cui esso era quotato; inoltre, essa ha dato l'opportunità alle sue società di porre in essere un piano di crescita importante (per

¹⁷³ Si ricorda, infatti, che il modello bancario attuale si basa sulla fiducia del consumatore nella propria banca. Una lacuna in questo affidamento, infatti, può generare una cosiddetta corsa agli sportelli, durante la quale molti risparmiatori vogliono rimuovere i propri risparmi dalla banca e spostarli in un'altra; l'istituto, tuttavia, non possederebbe la liquidità sufficiente a far fronte alle richieste dei propri clienti, entrando in una situazione di difficoltà. La sfiducia nel sistema bancario, poi, potrebbe diffondersi a una platea più ampia di persone, creando un effetto contagio che metterebbe in crisi l'intero sistema bancario.

quanto riguarda Sparkasse) e di continuare e migliorare l'efficienza di quelli già in atto (per quanto riguarda Banca di Cividale), con il fine ultimo di effettuare un'integrazione orizzontale tale da consolidare e migliorare la posizione competitiva del gruppo all'interno del territorio del Triveneto, aumentando la quota di mercato complessiva del nuovo conglomerato di imprese. Come è possibile intuire, Sparkasse ha voluto sfruttare la probabile sottovalutazione delle azioni di CiviBank rispetto al loro valore intrinseco, dovuta ai mancati volumi di scambio, per effettuare un'acquisizione a un prezzo decisamente vantaggioso.

3.4 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI CERVED GROUP SPA

La terza operazione che verrà presa in esame è l'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitaria promossa dalla società Castor Bidco SpA tra la metà di luglio e l'inizio di settembre 2022 nei confronti delle azioni ordinarie di Cerved Group SpA. Castor Bidco, l'offerente, era controllata da un gruppo irlandese, la Castor Bidco Holdings, un insieme di imprese controllato a sua volta in maniera indiretta da Ion Group, una società irlandese che offre prodotti di tecnofinanza, ovvero fornisce servizi finanziari attraverso l'uso della tecnologia informativa e della comunicazione. Cerved, invece, è una società che, grazie ai propri database, fornisce ai propri clienti un'ampia gamma di informazioni commerciali: in particolare, opera come agenzia di rating specializzata nella valutazione del merito creditizio, fornisce consulenza nella gestione del rischio e nell'ambito del marketing.

L'OPA lanciata da Castor Bidco nei confronti di Cerved non è stata un'operazione fine a se stessa, facendo infatti parte di un disegno più ampio del gruppo Ion: a seguito dell'acquisizione di una partecipazione di circa l'80% del capitale sociale di Cerved¹⁷⁴ tramite l'operazione, la quale ha consentito l'ottenimento del controllo di diritto della stessa, l'offerente ha infatti continuato ad acquisire quote della società target, fino a raggiungere una quota pari a circa il 93,6%¹⁷⁵ e a superare la soglia sopra la quale scatta l'obbligo di acquisto, oppure l'obbligo di effettuare l'OPA residuale. Infine, dopo la buona riuscita di questa seconda operazione (che ha permesso il raggiungimento di una partecipazione superiore al 95%) il governo societario delle due imprese ha annunciato e concluso una fusione cosiddetta inversa, secondo la quale la

¹⁷⁴ Dal sito web: https://company.cerved.com/system/files/2021-09-14_Comunicato%20risultati%20definitivi%20ITA%20vF.pdf.

¹⁷⁵ Tale informazione è reperibile all'interno del documento di offerta relativo all'obbligo di acquisto.

controllante Castor Bidco è confluita all'interno della controllata Cerved¹⁷⁶. Questo importante insieme di operazioni che, come accennato poc'anzi, ha avuto inizio con l'OPA volontaria totalitaria, è stato finalizzato, come è possibile leggere all'interno del documento di offerta dell'OPA totalitaria, all'acquisizione dell'intero capitale sociale dell'emittente e al delisting dello stesso dai mercati finanziari.

Anche in questo caso, per fare chiarezza, viene mostrata una tabella che riassume le principali informazioni relative all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria e al successivo obbligo di acquisto.

Tabella 3, Riassunto risultati operazioni Cerved Group SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO CERVED GROUP SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 16 luglio al 5 agosto 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (18/06/2021)	9,730 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (16/04/2021)	9,435 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (15/01/2021)	7,075 €
Prezzo di offerta	9,500 €
Prezzo minimo per legge	6,640 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	78,900%
OBBLIGO D'ACQUISTO CERVED GROUP SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 10 gennaio al 4 febbraio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (10/12/2021)	10,200 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (08/10/2021)	10,230 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (09/07/2021)	9,835 €
Prezzo di offerta	10,200 €
Prezzo minimo per legge	10,200 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	Superiore al 95%

Data questa specifica finalità dell'OPA volontaria, è opportuno osservare, come fatto per le due precedenti casistiche, l'andamento del prezzo e dei volumi scambiati all'interno del mercato MTA¹⁷⁷ (Mercato Telematico Azionario), al fine di rilevare possibili situazioni di inefficienza del mercato stesso. Come è possibile osservare nel Grafico 3, nonché con maggiore chiarezza nel Grafico 9 e nella Figura 11 dell'Appendice I, i volumi che sono stati scambiati per il periodo della quotazione del gruppo Cerved sono rimasti pressoché continui, con una tendenza crescente di anno in anno, eccezion fatta per il 2022, durante il quale è stato perfezionato il delisting della società attraverso l'obbligo di acquisto secondo l'art. 108 del

¹⁷⁶ Non è nell'interesse del presente elaborato indagare le ragioni per cui è stata effettuata una fusione inversa invece che una fusione diretta (in cui la controllante incorpora la controllata), tuttavia è possibile accennare che questa scelta è stata presa per motivi legati a una maggiore snellezza dell'operazione straordinaria stessa, sia in termini di minori costi che di maggiore facilità nell'organizzazione della stessa. Dal sito web: https://www.milanofinanza.it/news/cerved-group-ok-alla-fusione-per-incorporazione-di-castor-bidco-poi-il-delisting-202112101457534961?refresh_cens.

¹⁷⁷ Dall'ottobre del 2021 questa piattaforma di negoziazione è denominata "Euronext Milan".

TUF. Successivamente, si può osservare come la notizia del lancio dell'OPA abbia avuto l'immediato effetto di un picco di volumi nella prima metà del 2021, probabilmente causata dallo spargersi di notizie e voci sull'imminente acquisizione di Cerved da parte di Castor Bidco.

Andando invece a osservare la dinamica dei prezzi, è possibile notare con una certa chiarezza l'impatto che la pandemia ha avuto sulla società a inizio 2020: essendo infatti Cerved una realtà a stretto contatto con il mondo della finanza e dell'economia, un brusco rallentamento nella crescita del PIL ha avuto un effetto importante sulle attività della società, che ha subito un calo dei ricavi di circa il 6,5% (Figura 4) rispetto all'anno precedente. Il prezzo ha ricalcato l'andamento della gestione tendenzialmente lungo tutta la durata della quotazione, in maniera più o meno lineare: dal 2014 al 2017, infatti, la crescita dei ricavi e dell'Enterprise value si è accompagnata a un tendenziale aumento del prezzo di quotazione della società; nel 2018, invece, si può osservare come il calo delle performance si sia accompagnato a una diminuzione del corso di borsa. Successivamente, nel 2019 si può notare come il miglioramento delle performance non abbia convinto gli azionisti, in quanto esso non è stato seguito da un pari aumento del prezzo di borsa: è possibile, infatti, che il piano di crescita per via esterna che ha portato Cerved ad acquisire, tra il 2018 e il 2019, diverse società (tra cui Pro Web Consulting S.A. e MBS SRL) abbia scatenato una sensazione di timore tra gli investitori, che hanno visto il piano di crescita di Cerved come troppo aggressivo e rischioso. Infine, anche in questa situazione è importante segnalare come la notizia dell'OPA sia stata accolta con entusiasmo dagli investitori, facendo balzare il prezzo del titolo di circa il 40% nel mese di marzo 2021 (come è possibile osservare alla Figura 16 dell'Appendice I). Si capisce, pertanto, che la dinamica dei prezzi, come mostrato in questo esempio, è stata legata più alle performance aziendali piuttosto che ai volumi: ciò viene anche dimostrato dal coefficiente di correlazione pari a $-0,25493^{178}$, il quale mostra per l'appunto una relazione debolmente inversa tra le due variabili. Un altro indicatore che supporta la tesi secondo cui il prezzo non è stato fortemente correlato ai volumi è il turnover di borsa, il quale ha assunto valori compresi tra 0,43 e 0,73 secondo un trend crescente. Nonostante il titolo non sia stato fortemente scambiato, esso non è nemmeno stato ignorato dal mercato, il quale lo ha negoziato in maniera discreta e, secondo il parere di chi scrive, ciò ha contribuito a dare significatività al prezzo; la sufficiente quantità di scambi, infatti, ha avuto come risultato quello di diminuire la volatilità del prezzo rispetto agli scambi stessi, impedendo quindi grandi variazioni del primo a fronte di piccole variazioni nelle transazioni. È possibile quindi dire che l'offerta non è stata guidata dalla volontà di acquisire

¹⁷⁸ Il valore è osservabile nella Figura 13 dell'Appendice I.

una società sottovalutata dal mercato a causa di inefficienze dello stesso legate ai bassi volumi di scambio (cosa invece successa con Assiteca e, ancor di più, con Banca di Cividale).

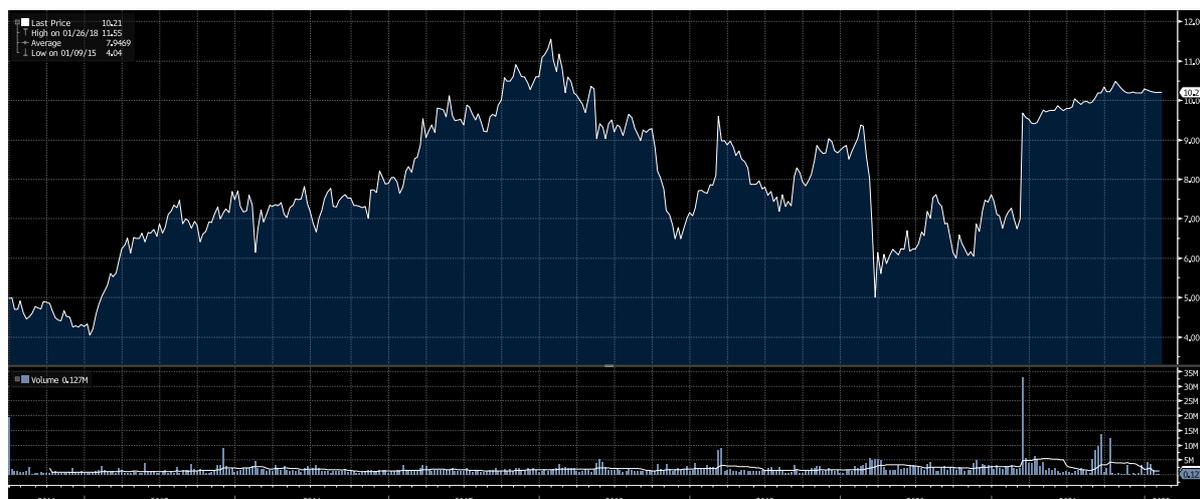


Grafico 3, Andamento prezzo e volumi di Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Cerved Group SpA (CERV IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	Current/LTM 09/30/2021	FY 2021 Est 12/31/2021	FY 2022 Est 12/31/2022
Market Capitalization	852,2	1.501,5	1.538,6	2.067,0	1.397,2	1.697,9	1.454,8			
- Cash & Equivalents	46,1	50,7	48,5	99,2	42,4	86,2	56,5	92,5		
+ Preferred & Other	5,6	7,5	7,1	7,5	10,6	33,9	21,4	15,3		
+ Total Debt	533,7	587,6	572,0	573,5	633,5	635,7	644,2	617,7		
Enterprise Value	1.345,3	2.045,9	2.069,1	2.548,7	1.998,8	2.281,3	2.063,9			
Revenue, Adj	331,3	353,5	377,0	394,1	457,2	519,3	485,0	496,5	520,0	539,7
Growth %, YoY	5,7	6,7	6,6	4,6	16,0	13,6	-6,6	-0,6	7,2	3,8
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	161,2	168,0	183,7	175,5	207,1	286,2	220,7	264,4	221,0	240,0
Margin %	48,7	47,5	48,7	44,5	45,3	55,1	45,5	53,2	42,5	44,5
Net Income, Adj	12,7	1,4	55,1	55,1	90,1	74,7	63,0	88,8	112,7	126,3
Margin %	3,8	0,4	14,6	14,0	19,7	14,4	13,0	17,9	21,7	23,4
EPS, Adj	0,11	0,01	0,28	0,28	0,47	0,38	0,32	0,45	0,57	0,62
Growth %, YoY	—	-90,5	2.498,6	-0,3	66,3	-18,0	-16,2		78,3	7,9
Cash from Operations	76,0	84,2	117,3	134,7	143,8	193,1	102,8	154,5		
Capital Expenditures	-3,8	-3,4	-8,2	-6,6	-5,6	-12,7	-4,7	-1,3	-50,4	-55,8
Free Cash Flow	72,2	80,7	109,1	128,1	138,2	180,4	98,2	151,7		

Figura 4, Analisi finanziaria Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Oltre per la volontà di rimuovere la società dai mercati finanziari, l'offerta pubblica di acquisto è stata effettuata anche per una serie di altri motivi, legati alla strategia di crescita dei due gruppi coinvolti. Come è possibile leggere all'interno del documento di offerta, infatti, con tale operazione Ion (la controllante dell'offerente) avrebbe permesso a Cerved di mantenere la propria politica gestoria e di continuare con il piano di crescita già iniziato; al contempo, tuttavia, i due gruppi avrebbero avuto la possibilità di sfruttare gli effetti sinergici derivanti dalla combinazione delle due entità stesse, con particolare riferimento alle economie di scala e di scopo derivanti dalla collaborazione finalizzata a raggiungere gli obiettivi societari.

In conclusione, è possibile dire come l'acquisizione del gruppo Cerved da parte di Ion (attraverso la holding Castor Bidco) sia stata guidata da ragioni di tipo strategico e non legate

all'andamento dei prezzi azionari: rispetto alle situazioni rappresentate nei paragrafi precedenti, infatti, sono state irrisorie le motivazioni che riguardavano l'andamento dei prezzi, in quanto non erano presenti indicatori che potessero suggerire una sottovalutazione delle azioni rispetto al loro valore dato da inefficienze del mercato; al contrario, ciò che si può dedurre è che il comportamento degli operatori del mercato si è basato in gran parte sulle performance della società, per cui è deducibile che il valore della capitalizzazione rispecchiasse in maniera piuttosto adeguata la capacità prospettica di Cerved di generare ricchezza. La scelta dell'offerente, pertanto, si è potuta dire guidata da ragioni legate alla strategia aziendale e agli effetti sinergici estraibili dalla gestione congiunta dei due complessi aziendali; un elemento a supporto di tale affermazione, per di più, si ricerca nel prezzo di riacquisto delle azioni, maggiore del 30-40%¹⁷⁹ rispetto alla quotazione media delle stesse, a seconda dell'intervallo di tempo considerato per il calcolo di tale valore medio.

3.5 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI CIR SPA

La quarta operazione che vuole essere analizzata in questa sede è l'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale che la società Cir SpA ha promosso nei confronti dei propri azionisti tra metà giugno e luglio 2021; essa, pertanto, ha avuto come oggetto il riacquisto di azioni proprie da parte della società. Attraverso tale operazione, in particolare, la società è arrivata a detenere un numero di azioni proprie pari al 12,28% del proprio capitale sociale¹⁸⁰; all'interno della Tabella 4, inoltre, si possono osservare le principali informazioni riguardanti gli aspetti operativi della manovra. Potendo dare alcune informazioni di contesto, Cir SpA è una holding finanziaria che possiede partecipazioni di controllo in una serie di società operanti in differenti settori, il che contribuisce a diversificare il portafoglio della capogruppo stessa; più nel dettaglio, Cir possiede partecipazioni in società che operano nel settore sociosanitario, nella fornitura di componenti per autovetture e nella pura gestione finanziaria.

¹⁷⁹ Tali valori possono essere osservati all'interno del documento di offerta.

¹⁸⁰ Dal sito web: https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2021/08/comunicato_CIRrisultatidefinitivi050821_ita.pdf.

https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2021/08/comunicato_CIRrisultatidefinitivi050821_ita.pdf

Tabella 4, Riassunto risultati OPA Cir SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO CIR SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 21 giugno al 29 luglio 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (21/05/2021)	0,501 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (19/03/2021)	0,471 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (18/12/2020)	0,475 €
Prezzo di offerta	0,510 €
Prezzo minimo per legge	0,433 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta (azioni proprie)	12,280%

All'interno del documento di offerta sono state illustrate le ragioni per cui la società ha voluto promuovere un'OPA; in particolare, il CdA ha approvato il riacquisto delle azioni, dietro il consenso dell'assemblea dei soci¹⁸¹, per consentire agli azionisti di avere la possibilità di liquidare il proprio investimento a un certo prezzo ben determinato, il quale avrebbe incorporato anche un certo premio rispetto alla quotazione storica del titolo. All'interno del documento, inoltre, si è ricordata agli azionisti che, nel caso in cui non avessero aderito all'offerta, sarebbe scattata la tutela posta dall'art. 2357-ter, c. 2, del Codice Civile in materia di riacquisto delle azioni proprie, ovvero la redistribuzione degli utili e dei dividendi alle altre azioni in misura proporzionale per tutto il periodo in cui le azioni proprie fossero rimaste in possesso della società. Questa sorta di memorandum è servita per evitare di scatenare il timore degli azionisti di vedere tornare nei conti della società parte degli utili maturati e degli eventuali dividendi distribuiti, palesemente a discapito degli altri soci; in questo modo, pertanto, si è anche evitata la diffusione tra questi ultimi della preoccupazione di essere danneggiati dalla vendita delle azioni da parte degli altri investitori nonché, in ultima battuta, una sorta di "corsa alla liquidazione dei titoli". Una vendita massiccia di titoli della società alla stessa, infatti, potrebbe (in linea teorica) metterla nella situazione illegittima di possedere un numero di azioni proprie superiore ai limiti previsti dal Codice Civile: esso, infatti, all'art. 2357, predispone che una società per azioni abbia la facoltà di possedere azioni proprie solamente entro il duplice limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili che risultano dall'ultimo bilancio approvato. L'articolo, poi, procede disponendo un terzo limite, che vale se la società fa ricorso ai mercati finanziari azionari, ovvero che le azioni proprie possono essere acquistate fino al raggiungimento del quinto del capitale sociale. La società, continuando a illustrare le motivazioni circa l'effettuazione di tale offerta pubblica di acquisto, si è rivolta nuovamente ai soggetti che probabilmente non avrebbero aderito al programma, spiegando gli utilizzi per cui potrebbero essere impiegate le azioni proprie, ad esempio come mezzo di pagamento o di

¹⁸¹ L'autorizzazione da parte dell'assemblea al riacquisto di azioni proprie è un obbligo di legge sancito dall'art. 2357, c. 2, del Codice Civile.

scambio nell'ambito di successive acquisizioni. Infine, il documento di offerta ha spiegato come, trattandosi questa di un'OPA volontaria parziale, non sia stata finalizzata al delisting, probabilmente anche per non superare i limiti previsti dall'art. 2357 del Codice Civile.

Vista la particolare finalità dell'offerta pubblica di acquisto, ovvero fornire ai soci la possibilità di effettuare un disinvestimento e alleggerire il loro portafoglio di titoli, ci si chiede se il titolo quotato abbia sofferto di problemi di liquidità che abbiano impedito l'eventuale alienazione degli stessi da parte degli azionisti; appare, quindi, opportuno osservare l'andamento dei prezzi e dei volumi di scambio delle azioni del gruppo Cir SpA, al fine di rilevare potenziali problemi di liquidità dovuti all'assenza di scambi, causati a loro volta da inefficienze di mercato o dalla mancanza di performance positive. Innanzitutto, ciò che è immediatamente osservabile è l'andamento irregolare del prezzo, il quale ha subito variazioni importanti per tutta la durata della quotazione; in particolare, si possono notare le forti diminuzioni di prezzo che si sono avute a marzo 2020 e nei mesi a cavallo tra il 2021 e il 2022: esse, tuttavia, possono essere state dovute rispettivamente dall'avanzare della pandemia e dallo scoppio delle tensioni tra Russia e Ucraina, nonché dall'aumento dell'inflazione¹⁸². Più nel dettaglio, la diminuzione di prezzo dovuta al Covid 19 può essere spiegata con il rallentamento generale dell'economia, in particolar modo per quanto ha riguardato il settore dell'automobile (all'interno del quale Cir possiede una grande partecipazione), il cui andamento è notoriamente collegato con le fasi di espansione e di recessione dell'economia. Per quanto riguarda, invece, il secondo crollo del prezzo di quotazione delle azioni, le due ragioni principali sono da ricercarsi nello scoppio della guerra nell'est dell'Europa e nell'avanzare dell'inflazione. Il conflitto, infatti, ha provocato una crisi temporanea nella fornitura delle materie prime energetiche (gas e petrolio), facendo aumentare di molto i prezzi delle stesse; questo ha avuto un impatto importante sulla struttura dei costi del tessuto imprenditoriale, in modo speciale delle industrie impegnate nel settore delle quattro ruote, provocando una diminuzione nei ricavi e, quindi, nel prezzo di quotazione di Cir, che (come già detto poc'anzi) è profondamente coinvolta in questo settore. Ad aggravare i problemi legati causati dalla crisi energetica si è aggiunto quello legato all'inflazione, che ha provocato la reazione delle banche centrali, concretizzatasi in un aumento progressivo dei tassi di interesse. Tale incremento ha avuto un impatto sul costo dei nuovi finanziamenti, divenuti più onerosi e, di nuovo, sulla struttura dei costi delle imprese, facendo ancora diminuire i ricavi delle società controllate dal gruppo Cir.

¹⁸² La seconda diminuzione di prezzi non è direttamente rilevante in questa analisi, essendo l'offerta pubblica di acquisto avvenuta a giugno 2021; tuttavia, ricercare le ragioni di essa può fornire una contributo nella comprensione della relazione che lega l'andamento dell'economia e il prezzo di quotazione di Cerved.

Tra le due corse al ribasso del titolo, tuttavia, è possibile osservare un aumento di prezzo progressivo avutosi tra ottobre 2020 e giugno 2021: esso, probabilmente, è da attribuire al miglioramento delle performance del gruppo nel terzo trimestre del 2020 rispetto a quelle dello stesso periodo del 2019; ad esempio, Cir ha registrato un miglioramento del fatturato consolidato pari allo 0,7% rispetto allo stesso periodo del 2019, così come è valso per EBIT ed EBITDA¹⁸³. Inoltre, l'aumento registrato a inizio giugno 2021 può essere attribuito, anche in questo caso, a notizie trapelate dalla società riguardanti il lancio dell'offerta pubblica di acquisto prima della pubblicazione delle comunicazioni ufficiali.

Al fine di captare una possibile dipendenza del prezzo nei confronti della dinamica dei volumi, è possibile osservare il coefficiente di correlazione tra le due variabili, il quale ha assunto per il periodo considerato valore pari a $-0,52145$ ¹⁸⁴. Ciò, in linea teorica, dovrebbe significare che a una variazione dei volumi si osserva una certa variazione di prezzo di segno opposto; tuttavia, tale indicatore perde significato in quanto è stato calcolato riferendosi alle variazioni di prezzo e volumi su base annuale, le quali comprendono anche gli importanti crolli di cui è stata fornita spiegazione *supra*, che possono essere in qualche modo considerati delle misure *outsider*.

Per quanto riguarda l'analisi dei volumi di scambio, invece, è da notare¹⁸⁵ che prima dello scoppio della pandemia i volumi scambiati possono essere considerati esigui, tant'è che il turnover di borsa assume un valore pari a 0,154 nel 2018 e a 0,233 nel 2019¹⁸⁶. In questo frangente può configurarsi un problema di liquidità nel mercato, dovuto ai bassi volumi, che fa aumentare la volatilità del titolo: un basso numero di scambi, infatti, provoca una maggiore variazione di prezzo del titolo, essendo appunto maggiore il peso assunto da ciascuno di essi, rendendo allo stesso tempo la capitalizzazione meno rappresentativa del valore aziendale. Il basso interesse avuto per la società può essere stato dovuto anche a un altro fattore, ovvero la dimensione del flottante rispetto al totale delle azioni di cui è composto il capitale sociale di Cir SpA. Come è possibile osservare all'interno delle Figure 18 e 21 dell'Appendice I, infatti, il flottante per gli anni 2018 e 2019 è stato inferiore alla metà del totale della capitalizzazione della società; a causa di ciò l'appetibilità del titolo può essere stata compromessa, in quanto sarebbe stato impossibile per un investitore esterno ottenere il controllo della società tramite

¹⁸³ Tali informazioni sono contenute all'interno del comunicato stampa relativo alle performance di Cir nei primi nove mesi del 2020. Dal sito web: <https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/cir-risultati-primi-nove-mesi-2020/>.

¹⁸⁴ Tale valore è osservabile in Figura 19 dell'Appendice I.

¹⁸⁵ Per un'immagine più chiara è possibile osservare il Grafico 12 presente all'interno dell'Appendice I.

¹⁸⁶ Tali valori possono essere visionati all'interno della Figura 18 dell'Appendice I.

l'acquisto di tutto il flottante: l'assoluta privazione della possibilità, anche teorica, di ottenere il controllo di un'impresa quotata genera negli investitori un disinteresse nei confronti della stessa, in quanto essi sanno che non avranno mai voce in capitolo all'interno dell'assemblea dei soci, tanto meno un'influenza rilevante. Gli investitori interessati, anche in linea ipotetica, alla gestione della società, pertanto, non hanno nessun interesse ad acquisire una partecipazione nel capitale sociale della stessa. Questa ipotesi assume valore se si osserva la dimensione del flottante negli anni 2020 e 2021, in entrambi i casi superiore alla metà del totale delle azioni, e i volumi di scambio, decisamente maggiori rispetto al biennio precedente. I bassi scambi intrattenuti sul mercato, insieme con le conseguenze direttamente imputabili a essi, potrebbero essere stati una causa esplicativa della volontà di Cir di offrire la possibilità agli investitori di alienare le proprie quote. Questa tesi può essere avvalorata osservando i risultati dell'OPA: a fronte del riacquisto di un numero massimo di azioni pari a 156,86 milioni, il numero di adesioni raccolte ha raggiunto l'equivalente di 205,78 milioni di azioni, di gran lunga superiore al massimo accettato¹⁸⁷.

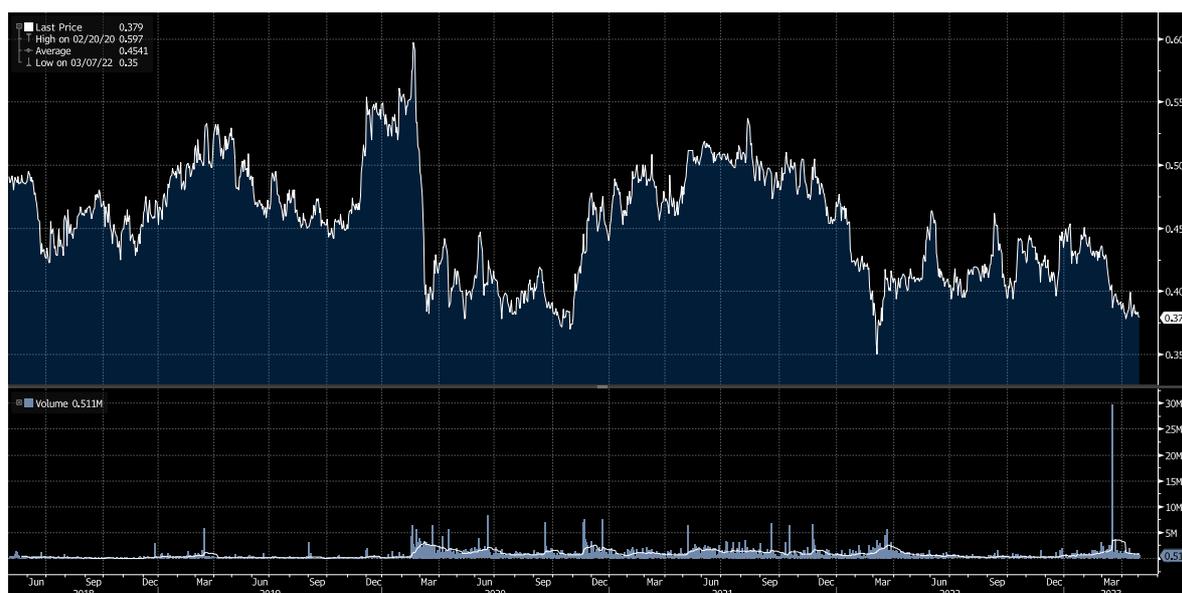


Grafico 4, Andamento prezzo e volumi di Cir SpA. Da: Bloomberg.

Per non lasciare niente al caso e includere qualsiasi evenienza, è necessario cercare di comprendere se i problemi di liquidità del titolo (la cui presenza ormai è stata accertata) possono essere stati determinati non solo da inefficienze di mercato, ma anche da basse performance aziendali, le quali possono aver provocato un calo di interesse nel titolo. Effettivamente, è possibile notare in Figura 5 che tra il 2017 e il 2019 (escludendo il 2020, la cui diminuzione del fatturato è stata causata da un evento di natura straordinaria) si è potuto assistere a un continuo

¹⁸⁷ Dal sito web: <https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/opa-cir-azioni-proprie-risultati>.

calo delle performance aziendali, dovuto a un restringimento del volume dei ricavi (voce “Revenue”); in particolare, il calo delle performance aziendali nel 2018 si è riflesso nel prezzo di quotazione del titolo societario, che ha mostrato una tendenza negativa per i primi tre trimestri del 2019. D’altro canto, il forte aumento del prezzo che è avvenuto nell’ultimo periodo del 2019 potrebbe essere stato determinato dall’annuncio di Cir riguardante la cessione della sua partecipazione nell’impresa GEDI SpA¹⁸⁸, operazione poi completata nell’aprile 2020¹⁸⁹; la notizia potrebbe avere avuto un effetto positivo alla luce delle disponibilità finanziarie in entrata a seguito del perfezionamento dell’alienazione. L’andamento negativo del 2019, tuttavia, non si è tradotto in una diminuzione della redditività aziendale, in quanto l’utile netto (voce “Net income”) è passato da €5,5 milioni del 2017 a €238 milioni. Inoltre, nello stesso periodo di tempo il flusso di cassa (voce “Free cash flow”) è passato dall’essere abbondantemente negativo (€-46,5 milioni) ad ampiamente positivo (€42 milioni). Si potrebbe, pertanto, dedurre che l’andamento del prezzo azionario, complessivamente positivo fino a 2019, sia correlato non tanto al volume delle vendite e delle prestazioni, quanto all’utile netto, ai flussi di cassa derivanti dalla gestione e alla cessione della partecipazione in GEDI SpA.

CIR SpA-Compagnie Industriali (CIR IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	FY 2022 12/31/2022	Current/LTM 12/31/2022	FY 2023 Est 12/31/2023	FY 2024 Est 12/31/2024
Market Capitalization	274,0	405,3	298,6	379,2	550,1	515,9	470,4	420,2		
- Cash & Equivalents	718,4	635,1	608,4	691,1	844,8	704,1	605,8	605,8		
+ Preferred & Other	943,5	948,4	512,7	684,5	216,8	242,3	260,8	260,8		
+ Total Debt	830,5	880,9	869,3	1.760,0	1.676,7	1.566,8	1.502,7	1.502,7		
Enterprise Value	1.329,5	1.599,6	1.072,2	2.132,6	1.598,9	1.621,0	1.628,2	1.577,9		
Revenue, Adj	2.620,7	2.754,2	2.115,6	2.001,6	1.821,8	1.980,8	2.235,6	2.235,6	2.403,5	2.517,0
Growth %, YoY	3,0	5,1	-23,2	-5,4	-9,0	8,7	12,9	12,9	7,5	4,7
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	259,8	336,8	259,9	290,8	245,1	296,2	292,8	340,5	360,5	
Margin %	9,9	12,2	12,3	14,5	13,5	15,0	13,1	14,2	14,3	
Net Income, Adj	18,4	152,0	51,9	238,0	-46,2	21,6	2,1	2,1	31,4	42,4
Margin %	0,7	5,5	2,5	11,9	-2,5	1,1	0,1	0,1	1,3	1,7
EPS, Adj	0,03	0,21	0,08	0,37	-0,04	0,02	0,00	0,01	0,03	0,05
Growth %, YoY	—	736,9	-62,8	364,8	—	—	-89,4	-37,3	1.198,7	100,0
Cash from Operations	213,1	133,8	207,9	222,5	171,6	207,3	206,1			
Capital Expenditures	-123,9	-180,3	-167,6	-180,6	-128,8	-117,4	-135,3		-145,0	-150,0
Free Cash Flow	89,2	-46,5	40,3	42,0	42,8	89,9	70,8		129,5	

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 5, Analisi finanziaria Cir SpA. Da: Bloomberg.

In conclusione, è possibile dire che il riacquisto di azioni proprie da parte di Cir SpA sia stato guidato dalla volontà di fornire ai propri soci un’occasione per smobilizzare il proprio investimento a causa dei problemi di liquidità generati dalla pochezza di volumi di scambio all’interno del mercato finanziario MTA e amplificati dall’andamento altalenante delle

¹⁸⁸ I comunicati stampa relativi all’annuncio si trovano ai siti web: <https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/comunicato-cir/> e <https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/comunicato-stampa-congiunto-cir-exor/>.

¹⁸⁹ Dal sito web: <https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/cir-e-exor-perfezioneranno-il-23-aprile-la-compravendita-del-4378-di-gedi/>.

performance aziendali; tale operazione ha, come è stato notato, riscosso un grande successo ma, nonostante il ruolo di market maker assunto dalla società per far fronte ai problemi di liquidità del mercato, essi sono stati risolti solamente in maniera momentanea. Si osserva nel Grafico 4, infatti, un'altra riduzione del volume di scambi a partire dalla prima metà del 2022, che ha generato di nuovo un'alta volatilità nel prezzo, il quale ha subito importanti variazioni sia in aumento che in diminuzione per tutto il resto del 2022 e per l'inizio del 2023.

3.6 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI EURO COSMETIC SPA

La quinta operazione che vuole essere analizzata in questa sede è l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria promossa dalla società Fine Foods & Pharmaceuticals N.T.M. SpA tra la fine di novembre e metà dicembre 2021 nei confronti di Euro Cosmetic SpA. Potendo innanzitutto fornire delle informazioni di carattere generale circa le due protagoniste dell'operazione, Fine Foods è una società che, attraverso le sue controllate, opera in ambito farmaceutico, in particolare nei segmenti di mercato relativi a farmaci destinati all'uso orale, presidi medico chirurgici e cosmetici. Per quanto riguarda Euro Cosmetic, invece, essa è una società, partecipata da Fine Foods già prima dell'effettuazione dell'OPA, che è impegnata nell'attività di produzione di prodotti, com'era possibile immaginare, per la cosmetica e per la profumeria.

Come anticipato *supra*, Euro Cosmetic era già partecipata da Fine Foods prima del lancio dell'offerta pubblica di acquisto: in particolare, la seconda aveva acquisito diversi pacchetti azionari della società da diverse partecipanti nei mesi immediatamente precedenti all'operazione, ovvero da MD SRL e da Findea's SRL, arrivando a detenere circa il 79,2% del capitale sociale¹⁹⁰ pagando un prezzo per azione rispettivamente di €8,13 e €7,25; è proprio a causa di tali acquisizioni, pertanto, che è scattato l'obbligo di effettuazione dell'OPA totalitaria sulle restanti azioni della società acquisita, il quale si è concluso con l'ottenimento, da parte di Fine Foods, di una partecipazione complessiva di più del 99% del capitale sociale di Euro Cosmetic, come è peraltro riassunto all'interno della Tabella 5.

¹⁹⁰ Dai siti web: <https://finanza.lastampa.it/News/2021/10/08/fine-foods-rileva-controllo-di-euro-cosmetic-e-lancia-opa-obbligatoria/OTNfMjAyMS0xMC0wOF9UTEI> e https://www.milanofinanza.it/news/eurocosmetic-fine-foods-pharmaceuticals-compra-il-73-del-capitale-per-27-mln-202109212141598759?refresh_cens.

Tabella 5, Riassunto risultati OPA Euro Cosmetic SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO EURO COSMETIC SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 29 novembre al 17 dicembre 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (29/10/2021)	8,560 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (27/08/2021)	6,500 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (28/05/2021)	7,300 €
Prezzo di offerta	8,600 €
Prezzo minimo per legge	8,130 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	99,395%

Come è possibile dedurre leggendo il contenuto del documento di offerta, l'obbligo di effettuazione dell'OPA è stato solamente formale, in quanto tale azione era già compresa all'interno dei piani dell'acquirente: l'obiettivo ultimo dell'acquisizione, infatti, è stato il delisting delle azioni dai mercati finanziari, con il preciso scopo di favorire gli obiettivi di crescita di Euro Cosmetic. Più nel dettaglio, secondo Fine Foods la privatizzazione della società acquisita consentirebbe a quest'ultima di raggiungere tali obiettivi con una "maggiore flessibilità operativa e organizzativa". Inoltre, la complessiva serie di operazioni volte all'acquisizione permetterebbe al gruppo di sfruttare le sinergie relative alla maggior flessibilità e alla maggiore organizzazione nella produzione date dalla combinazione dei due complessi aziendali. Da questa lettura iniziale sembra, pertanto, che il mercato finanziario non stesse favorendo i piani di crescita della società, reagendo negativamente a essi e mantenendo il prezzo di quotazione basso rispetto all'andamento della stessa; è quindi opportuno andare a osservare l'andamento del prezzo e dei volumi di borsa, anche rispetto all'andamento delle performance aziendali e delle comunicazioni societarie in merito ai piani di crescita, in modo da comprendere se le seconde possano aver avuto un effetto positivo o negativo sulle prime.

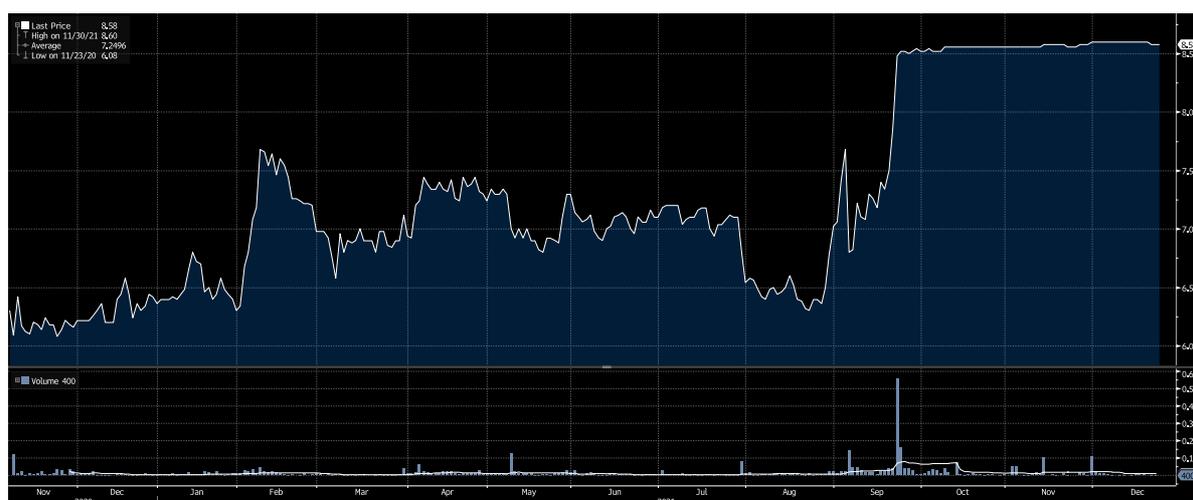


Grafico 5, Andamento prezzo e volumi di Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Euro Cosmetic SpA (EC IM) - Profitability										
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020
Returns										
Return on Common Equity	—	—	—	—	—	—	—	—	16,57	22,68
Return on Assets	0,32	3,29	0,74	4,46	4,24	4,92	3,96	1,59	4,85	9,66
Return on Capital	—	—	—	—	—	—	—	—	8,08	14,73
Return on Invested Capital	—	—	—	—	—	—	—	2,98	7,91	14,11
Margins										
EBITDA Margin	—	—	—	—	—	—	—	10,62	12,68	18,12
Operating Margin	2,81	4,86	3,53	6,13	5,52	5,47	4,89	3,62	6,59	12,95
Incremental Operating Margin	21,65	18,96	-120,83	14,14	—	5,15	-11,16	-23,83	28,37	40,40
Pretax Margin	—	—	—	—	—	—	—	2,97	6,10	12,38
Income before XO Margin	—	—	—	—	—	—	—	1,62	4,61	9,24
Net Income Margin	0,22	1,98	0,51	2,61	3,02	3,41	3,13	1,62	4,61	9,24
Net Income to Common Margin	0,22	1,98	0,51	2,61	3,02	3,41	3,13	1,62	4,61	9,24
Additional										
Effective Tax Rate	—	—	—	—	—	—	—	45,37	24,35	25,35
Dvd Payout Ratio	—	—	—	—	—	—	—	0,00	0,00	0,00
Sustainable Growth Rate	—	—	—	—	—	—	—	—	16,57	22,68

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 6, Indici di redditività Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Ciò che in primo luogo si può osservare è il basso volume di scambio del titolo che, come è già stato notato in diversi casi esposti precedentemente, ha generato un aumento della volatilità del prezzo, il quale appunto avrebbe potuto subire modifiche importanti a seguito di un acquisto o vendita di un pacchetto azionario più grande rispetto al normale volume di scambio; questo problema proprio del prezzo avrebbe potuto, inoltre, far sì che lo stesso non fosse perfettamente rappresentativo delle performance aziendali. La pochezza dei volumi e, quindi, la presenza dei suddetti potenziali problemi, possono essere confermate osservando il turnover di borsa all'interno della Figura 22 dell'Appendice I, il quale è stato molto inferiore al flottante circolante all'interno del mercato in cui è quotata la società: questo indicatore, infatti, può fornire l'impressione che il titolo non fosse molto interessante agli occhi degli azionisti¹⁹¹. È possibile, inoltre, notare l'aumento delle transazioni nel periodo precedente alla comunicazione dell'offerta pubblica di acquisto da parte di Fine Foods, coincidente con l'acquisizione del controllo di Euro Cosmetic da parte della stessa. Molto probabilmente, in questa situazione gli operatori di mercato hanno reagito positivamente alla notizia dell'acquisto, proiettandosi immediatamente al momento in cui sarebbe stata annunciata l'OPA obbligatoria sulle restanti azioni in circolazione: tali soggetti hanno visto l'opportunità di acquistare delle azioni all'interno del mercato per poi vedersi offrire un prezzo con tutta probabilità maggiore rispetto a quello di investimento (a causa del premio implicito calcolato come differenza tra il prezzo dell'offerta e la media ponderata dei prezzi di quotazione). Tale affermazione può trovare conferma nel fatto che, dalla metà di settembre 2021 fino alla data di delisting dell'emittente, il prezzo è aumentato fino a raggiungere l'ultimo livello di €8,58 (come osservabile nel Grafico 5), di poco inferiore rispetto agli €8,50 del prezzo di borsa.

¹⁹¹ I titoli più scambiati nei mercati finanziari, possiedono un turnover di borsa pari a diverse volte il flottante.

Per quanto riguarda, invece, l'analisi del prezzo di quotazione, esso si è mantenuto costante per i primi mesi della quotazione di Euro Cosmetics a cavallo tra il 2020 e il 2021, per poi subire un'accelerazione e una frenata immediatamente successiva tra i mesi di febbraio e marzo 2021. La scalata del prezzo può essere attribuita alla notizia, diffusa dalla società, relativa all'acquisizione di un nuovo stabilimento per l'incremento della capacità produttiva¹⁹²; questo può essere un segnale dell'aumento della redditività del business, confermata tra l'altro con il bilancio 2020, di cui è possibile osservare gli indici di redditività all'interno della Figura 6. La positività della notizia ha portato a un aumento dei volumi di acquisto dei titoli all'interno dei mercati i quali, uniti all'alta volatilità dei prezzi generata dal basso numero storico di scambi, hanno portato a un gran aumento del corso di borsa; tale aumento, comunque eccessivo rispetto alla nonostante buona notizia, si è trasformato in speculazione, la quale ha generato una successiva diminuzione della capitalizzazione. Successivamente, dopo una pressoché costanza del prezzo a marzo, dall'inizio di aprile si è assistito a un aumento dello stesso dovuto alla pubblicazione del bilancio di esercizio del 2020, esercizio durante il quale la società ha registrato un miglioramento dei ricavi operativi e dei ricavi "prodotto finito" del 22%, dovuto principalmente a un incremento del volume di attività per i settori farmaceutico e dell'igiene personale, e a un incremento dell'EBITDA del 74% rispetto all'esercizio precedente; inoltre, è stato comunicata la distribuzione di un dividendo agli azionisti pari a €0,26 per azione. È poi possibile osservare un ulteriore calo del prezzo di quotazione delle azioni alla fine di luglio 2021, prima della scalata finale dovuta all'acquisizione del controllo di Euro Cosmetic da parte di Fine Food: esso probabilmente è dovuto al comunicato stampa della società con cui ha annunciato il calo delle performance rispetto all'anno precedente¹⁹³. In particolare, i ricavi operativi al 30/06/2021 (non ancora soggetti a revisione legale) hanno subito un calo di quasi il 20% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente mentre, per quanto riguarda i "Ricavi Prodotto Finito", essi sono diminuiti del 22,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

In conclusione, al contrario di quanto ipotizzato poco prima dell'inizio dell'analisi dei prezzi, dei volumi e delle performance della società, ovvero che il mercato finanziario non stava favorendo i piani di crescita della società, è necessario dire che gli operatori di borsa hanno invece seguito una logica razionale nell'effettuazione degli investimenti, reagendo in maniera efficiente alle notizie riguardanti le performance aziendali e positivamente rispetto al

¹⁹² Dal sito web: https://www.eurocosmetic.it/wp-content/uploads/2021/02/CS_Euro-Cosmetic_Atelier-Cosmetico_02-02-2021.pdf.

¹⁹³ Dal sito web: https://www.eurocosmetic.it/wp-content/uploads/2021/07/CS-Ricavi-1H2021_28-07-2021.pdf.

comunicato riguardante l'espansione per via interna della società. È necessario puntualizzare, riguardo a questa seconda informazione, che la crescita per via interna è considerata solitamente meno rischiosa di quella esterna, in quanto comporta un minore impatto sull'operatività aziendale ordinaria e sulla situazione patrimoniale e finanziaria aziendale, benché sia più lenta; non è quindi strano osservare un aumento del prezzo azionario a seguito della notizia dell'espansione della capacità produttiva.

3.7 OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO DI PITECO SPA

Con questo ultimo paragrafo si vuole ora analizzare l'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa dalla società Limbo SRL tra la metà di luglio e l'inizio di agosto 2022 nei confronti delle azioni ordinarie emesse da Piteco SpA; tramite questa operazione, l'offerente è arrivato a detenere una partecipazione all'interno del capitale sociale dell'emittente pari quasi al 99%, di cui il 7% circa acquistato al di fuori del contesto dell'offerta¹⁹⁴. Per quanto concerne la restante parte delle azioni, esse sarebbero state acquistate successivamente tramite l'esercizio del diritto di acquisto da parte dell'offerente. Anche per questa ultima operazione viene presentata una tabella che riassume le informazioni principali di carattere operativo riguardanti l'OPA.

Tabella 6, Riassunto risultati OPA Piteco SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO PITECO SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 18 luglio al 5 agosto 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (17/06/2022)	11,100 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (15/04/2022)	9,360 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (17/12/2021)	11,150 €
Prezzo di offerta	11,250 €
Prezzo minimo per legge	10,150 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	98,770%

Potendo dare alcune informazioni relative alle parti coinvolte nell'operazione, l'offerente è una società veicolo di tipo holding finanziaria creata pochi mesi prima del lancio dell'offerta con l'unico scopo, appunto, di effettuare l'operazione; essa è interamente controllata dalla società Dedagroup SpA, attiva nella grande distribuzione attraverso i supermercati MD e che ha iniziato una diversificazione delle attività all'interno del settore dell'Information Technology, con particolare riguardo ai servizi erogati via internet. Tale impresa, a sua volta, è

¹⁹⁴ Dal sito web: <https://www.deda.group/investor/opa>.

indirettamente e totalmente controllata da Lillo SpA, una holding di partecipazioni posseduta interamente dalla famiglia Podini (per fornire maggiore chiarezza, la composizione del gruppo Lillo SpA alla data dell'operazione è rappresentato all'interno della Figura 7). Dall'altra parte, Piteco SpA è una società già controllata direttamente e indirettamente da Lillo SpA sin da prima del lancio dell'OPA; inoltre, parte del suo capitale sociale è direttamente posseduto dalla famiglia Podini e alla data dell'offerta la società possedeva azioni proprie. L'attività di Piteco consiste nella progettazione e nello sviluppo di software e, nello specifico, essa è impegnata in tre diverse aree di business, ovvero la tesoreria aziendale e la pianificazione finanziaria, la gestione del rischio e la cosiddetta compliance e, per ultima, la gestione del processo di recupero dei crediti. È possibile comprendere, pertanto, l'integrazione già esistente tra l'offerente e l'emittente degli strumenti finanziari oggetto dell'OPA.

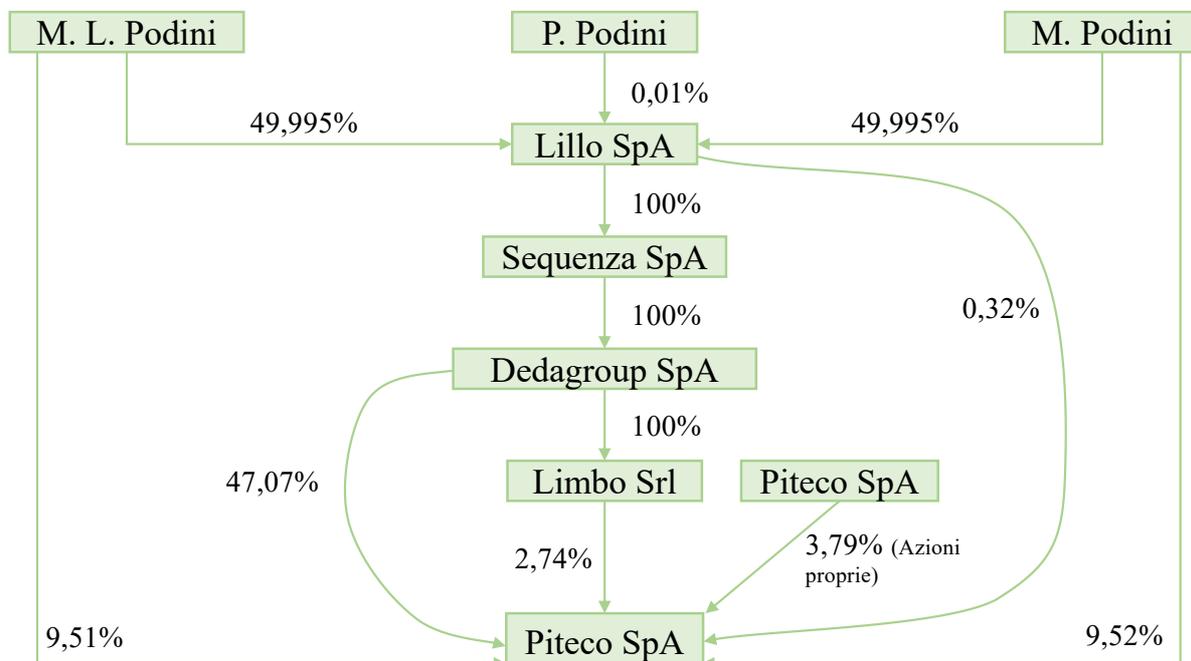


Figura 7, Assetto proprietario gruppo Lillo SpA.

Come è possibile leggere all'interno del documento di offerta, l'intenzione della controllante di Piteco è stata quella di acquisire la totalità delle azioni in circolazione, al fine di operare il delisting della società dal mercato di quotazione; la ragione di questa scelta si ritrova nel fatto che, secondo Dedagroup, la quotazione nel mercato finanziario italiano avrebbe generato un limite alla flessibilità strategica della società e complessità organizzative e di gestione, rigidità che avrebbe potuto frenare il processo di crescita estremamente positiva di cui stava godendo Piteco. La privatizzazione della società, inoltre, consentirebbe al gruppo di effettuare eventuali riorganizzazioni aziendali in maniera più agevole rispetto alla situazione in cui fossero presenti numerosi azionisti. Come nel caso precedentemente analizzato, si può dedurre dalla volontà

espressa dall'offerente che il mercato finanziario non stesse favorendo la crescita di Piteco, limitando il prezzo di quotazione della stessa anche a seguito di performance e operazioni positive di crescita. Appare quindi opportuno verificare o smentire questa ipotesi effettuando un'analisi dell'andamento dei prezzi e dei volumi, anche in relazione all'andamento delle performance aziendali, al fine di osservare se, effettivamente, i processi di sviluppo della società non fossero premiati con variazioni positive del prezzo di listino.

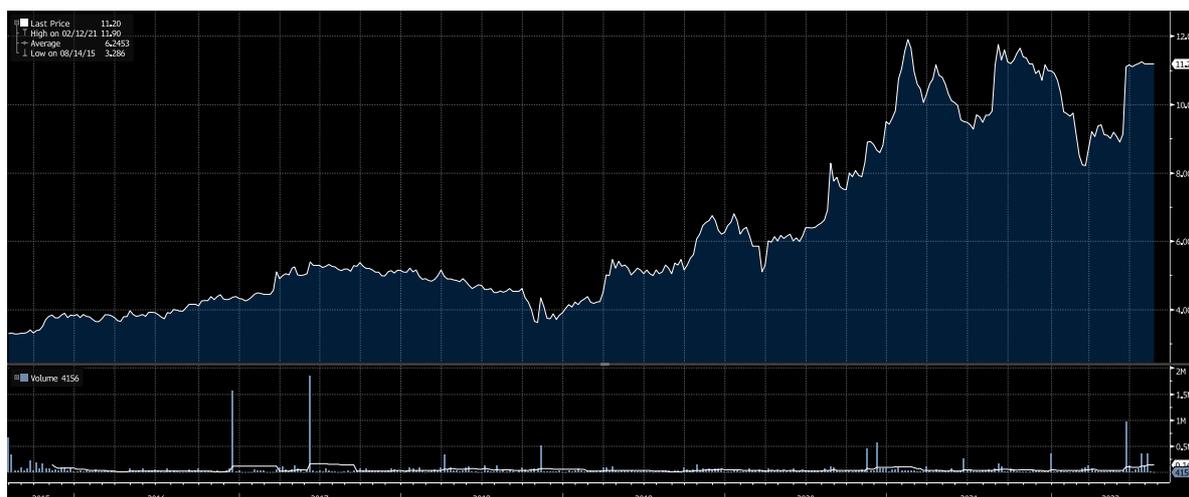


Grafico 6, Andamento prezzo e volumi di Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Piteco SpA (PITE IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	Curren/LTM 12/31/2021	FY 2022 Est 12/31/2022	FY 2023 Est 12/31/2023
Market Capitalization	69,7	78,1	93,3	70,0	114,9	183,9	213,6			
- Cash & Equivalents	10,2	10,9	5,2	5,8	3,1	11,3	0,1	0,1		
+ Preferred & Other	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Total Debt	10,5	8,9	10,5	21,1	18,4	52,1	66,3	66,3		
Enterprise Value	70,1	76,2	98,7	85,3	130,1	224,7	279,8			
Revenue, Adj	12,8	13,5	16,4	19,4	22,8	23,5	37,3	37,3	40,6	43,8
Growth %, YoY	11,2	5,0	21,5	18,3	17,5	3,4	58,3	61,9	8,9	7,9
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	5,8	5,6	6,3	7,5	9,8	8,9	17,2	17,2	18,8	21,3
Margin %	45,0	41,6	38,3	38,9	43,1	37,7	46,1	46,1	46,3	48,6
Net Income, Adj	3,4	4,4	3,4	5,8	3,3	7,8	12,2	12,2	10,5	11,8
Margin %	26,7	32,9	21,0	29,9	14,6	33,2	32,6	32,6	25,9	26,9
EPS, Adj	0,22	0,24	0,19	0,32	0,19	0,42	0,63	0,63	0,52	0,59
Growth %, YoY	42,6	9,6	-22,2	69,3	-42,4	128,1	48,2		-17,0	13,5
Cash from Operations	3,3	4,5	4,5	6,2	8,1	10,9	14,2	14,2		
Capital Expenditures	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1		
Free Cash Flow	3,3	4,5	4,2	5,5	7,9	10,8	14,0	14,0	9,0	8,8

Figura 8, Analisi finanziaria Piteco SpA. Da: Bloomberg.

In primo luogo sembra opportuno effettuare alcuni commenti riguardanti l'andamento dei volumi di scambio durante il periodo di permanenza all'interno della sede di negoziazione; essi, come si può notare all'interno del Grafico 6 e, in particolare, nel Grafico 18 dell'Appendice I, si sono mantenuti relativamente costanti, nonostante alcuni picchi momentanei, la cui analisi verrà effettuata in concomitanza con quella relativa ai prezzi. Ciò che, tuttavia, è da notare, è l'aumento significativo di volumi che si è registrato in prossimità dell'annuncio della rimozione

del titolo dalla quotazione attraverso l'OPA: come già detto per gli esempi precedenti, ciò è da attribuire a una diffusione ufficiosa della notizia prima della comunicazione ufficiale. Chiaramente, la notizia di un riacquisto delle azioni a un prezzo maggiore della quotazione ha generato un'opportunità di speculazione, la quale è stata chiaramente colta da ciascun investitore ben informato. Pur essendo innegabile la costanza degli scambi del titolo durante la negoziazione in borsa, è necessario precisare che il turnover di borsa, calcolato come rapporto tra il numero di scambi e il totale del flottante, è rimasto, dal 2018 fino al delisting, inferiore all'unità (pur essendo un dato superiore alla maggior parte degli altri titoli esaminati), probabile indice di uno scarso interesse degli investitori nei confronti della società nonostante le performance della stessa in continuo miglioramento (come è possibile osservare in Figura 7).

Più interessante è, di sicuro, osservare la dinamica dei prezzi. Innanzitutto, a marzo 2017 si può osservare a un modesto rialzo dovuto alla pubblicazione dei risultati relativi all'esercizio 2016, anno in cui la gestione ha migliorato i ricavi del 5,5% e l'utile netto del 31% rispetto all'esercizio 2015, oltre al miglioramento della posizione finanziaria netta¹⁹⁵ (diventata positiva nel corso del periodo amministrativo); tutto ciò lo si può constatare anche osservando la Figura 7, che propone diversi margini di bilancio insieme con le variazioni rispetto all'anno precedente (le piccole differenze che si hanno rispetto a quanto riportato nel sito di Piteco sono probabilmente dovute ai metodi di calcolo utilizzati dal software Bloomberg). Un ulteriore aumento si è avuto fino a maggio dello stesso anno, periodo durante il quale sono stati confermati il miglioramento delle performance con la pubblicazione del bilancio di esercizio del 2016 e due acquisizioni strategiche. Da tale periodo fino al terzo trimestre del 2018, tuttavia, il prezzo ha avuto una tendenza di tipo ribassista, per poi subire un ulteriore crollo alla fine di settembre 2018: questo andamento nel corso di borsa si è avuto nonostante il sostanziale miglioramento delle performance aziendali durante tutto il 2017 e la prima metà del 2018. Una possibile motivazione può essere data da un calo di interesse nei confronti delle azioni di Piteco: oltre a una diminuzione del volume di scambio, infatti, la società aveva approvato un piano di acquisto di azioni proprie a fine 2017 per sostenere la liquidità del titolo¹⁹⁶; la volontà dell'impresa di fungere da market maker per gli scambi all'interno del mercato può essere stato considerato un indicatore inconfutabile del mancato interesse da parte degli operatori di borsa. Tale riacquisto di azioni proprie, inoltre, era servito per creare un portafoglio di titoli da utilizzare in caso di eventuali operazioni di acquisto e vendita di partecipazioni: l'eventualità

¹⁹⁵ Dal sito web: <https://www.pitecolab.it/wp-content/uploads/2019/04/PITECO-nel-2016-utili-record-a-Euro-45-milioni.pdf>.

¹⁹⁶ Dal sito web: <https://www.pitecolab.it/wp-content/uploads/2019/04/2017-11-21-PITECO-CS-Assemblea.pdf>.

di impieghi strategici di tali azioni, pertanto, può avere indotto il mercato ad assumere una posizione ribassista sul titolo, a fronte di un aumento del rischio percepito. Dall'ultimo trimestre del 2018 si è assistito a una tendenza rialzista che si è più o meno mantenuta fino all'inizio del 2021: questa, in linea sintetica, è stata dovuta alle comunicazioni periodiche dei risultati degli esercizi (insieme con le relative pubblicazioni dei bilanci di esercizio), durante i quali le performance sono migliorate in maniera costante, sia relativamente ai ricavi delle vendite e delle prestazioni sia in merito all'utile netto e ai flussi di cassa netti. La crescita della società non è stata fermata nemmeno durante il 2020, esercizio durante il quale si è potuto assistere a un aumento del fatturato del 3,4% e dell'utile netto del 33,2% rispetto al 2019; come se non bastasse, inoltre, Piteco ha acquisito e, successivamente, consolidato il controllo della società RAD Informatica SRL, impresa specializzata nel settore dei software per la gestione dei crediti deteriorati. Per quanto riguarda il 2021, nonostante le performance positive e le notizie riguardanti ulteriori acquisizioni di partecipazioni, il prezzo ha subito un calo, per poi aumentare di nuovo e diminuire subito dopo. Ciò che si ipotizza essere la ragione di tali movimenti è la presenza di una bolla speculativa che ha coinvolto il corso di borsa: l'eccessivo aumento del prezzo può avere infatti provocato il crollo dello stesso; successivamente, esso è tornato ad aumentare a seguito delle notizie riguardanti le performance derivanti dalla gestione (le quali sono risultate ancora superiori rispetto allo stesso periodo nell'anno precedente), per poi calare nuovamente per motivi legati a un rialzo eccessivo, probabilmente dovuto a un'attività di speculazione. La situazione è tornata, infine, a normalizzarsi in concomitanza con l'annuncio dell'offerta pubblica di acquisto il quale, come accennato *supra*, ha provocato una scalata del prezzo, che ha raggiunto un livello pari a €11,20 a fronte di quello offerto con l'OPA, pari a €11,25. Anche in questo secondo caso si può parlare di speculazione ma, mentre la prima era stata causata probabilmente da un livello eccessivo dei prezzi, la seconda è stata provocata da un'opportunità di investimento a breve termine sfruttata in maniera efficiente dagli operatori razionali.

Ciò che si può concludere è che il prezzo, al contrario di quanto ci si aspettava all'inizio del paragrafo, si è rivelato positivamente correlato sia con l'andamento delle performance aziendali sia con i piani di crescita esterna attuati da Piteco SpA, eccezion fatta per l'anno 2021, in cui l'andamento del prezzo azionario non si è rivelato pienamente in linea con i risultati della gestione a causa di un livello eccessivo nel prezzo di quotazione. Di conseguenza, l'ipotesi avanzata precedentemente in base a cui il mercato non stava favorendo la crescita della società è da rivelarsi errata. Tuttavia, sono comunque da ritenersi fondate le motivazioni che hanno spinto Dedagroup a promuovere l'OPA, ovvero favorire il processo di crescita di Piteco in un

contesto privato e non pubblico. L'assenza di numerosi azionisti provenienti dal contesto pubblico, infatti, può consentire all'impresa di elaborare piani di crescita più aggressivi che non potranno essere scoraggiati dall'avversione al rischio degli investitori di tale mercato.

3.8 SINTESI E RINVIO AL CAPITOLO SUCCESSIVO

In questo capitolo sono state analizzate diverse offerte pubbliche di acquisto avvenute nei mercati finanziari italiani negli ultimi tre anni; il fine ultimo è stato quello di andare a osservare le principali ragioni che possono spingere: una società ad acquisirne una seconda, una capogruppo a effettuare il delisting di una sua controllata, oppure una singola impresa a riacquistare parte del proprio flottante. Al fine di fornire un quadro complessivo delle diverse operazioni, viene riportata una tabella che mostra le principali informazioni riguardanti ciascuna offerta pubblica di acquisto.

Tabella 7, Riassunto operazioni analizzate.

EMITTENTE	Tipo di operazione	Posizione del CdA	Volumi di mercato	Andamento prezzo di borsa	Motivazioni dell'offerta	Specificità dell'offerta
ASSITECA SpA	OPA obbligatoria totalitaria	Amichevole	Scambi esigui	Correlato principalmente ai volumi	Delisting; realizzazione strategie di crescita	Volumi di scambio esigui; bassa liquidità nel mercato
BANCA DI CIVIDALE SpA	OPA volontaria totalitaria	Ostile	Scambi praticamente nulli	Correlato principalmente ai volumi	Delisting; opportunità di smobilizzo per gli azionisti; crescita esterna tramite acquisizione del controllo	Volumi di scambio nulli; assenza di liquidità nel mercato
CERVED GROUP SpA	OPA volontaria totalitaria	Amichevole	Scambi costanti, leggermente crescenti	Correlato principalmente alle performance	Delisting; realizzazione strategie di crescita	Ottime prospettive di crescita grazie alle sinergie
CIR SpA	OPA volontaria parziale	Amichevole	Scambi altalenanti	Correlato a volumi e performance	Fornitura di liquidità al mercato.	Riacquisto di azioni proprie
EURO COSMETIC SpA	OPA obbligatoria totalitaria	Amichevole	Scambi esigui	Correlato principalmente alle performance	Delisting; realizzazione strategie di crescita	Ottime prospettive di crescita grazie alle sinergie
PITECO SpA	OPA volontaria totalitaria	Amichevole	Scambi esigui	Correlato principalmente alle performance	Delisting; realizzazione strategie di crescita	Operazione effettuata all'interno di un gruppo di proprietà familiare

Dopo aver analizzato i principali driver di valore dell'impresa nel corso del capitolo precedente, ci si è, pertanto, addentrati in misura maggiore nel cuore dell'elaborato, cercando di comprendere le principali motivazioni di tipo economico (a prescindere dal fatto che l'OPA sia lanciata a causa del sorgere dell'obbligo o a seguito di una scelta volontaria dell'offerente) che guidano le scelte di una società nella promozione o meno di un'offerta pubblica di acquisto. Dopo aver analizzato l'andamento dei prezzi, dei volumi e delle performance aziendali, nonché le possibili relazioni che possono correlare i primi agli altri, si è potuto comprendere che le operazioni possono essere guidate da tre sostanziali motivi, ovvero la scelta di effettuare una crescita esterna in via aggressiva attraverso una scalata ostile; la scelta di effettuare il delisting

di una società per acquisirne il controllo o per rafforzare quest'ultimo, comunque previa la stipulazione di un accordo tra offerente ed emittente; la scelta di effettuare il delisting di una società a causa della presenza di una sottovalutazione nel prezzo di quotazione.

Dopo aver dedotto, attraverso l'osservazione di casi pratici, le suddette motivazioni, nel successivo e ultimo capitolo dell'elaborato esse verranno esplicate in via teorica (comunque tenendo sempre in considerazione quanto detto all'interno di questo capitolo), al fine di fornire delle fattispecie astratte generalmente adattabili a ciascuna situazione reale.

Capitolo 4

LE RAGIONI ALLA BASE DI UN'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E IL PREZZO OPA

4.1 PREMESSA

Nel corso del capitolo precedente si sono andate ad analizzare alcune operazioni di offerta pubblica di acquisto effettuate nel contesto dei mercati finanziari italiani negli ultimi anni, con il fine ultimo di introdurre, attraverso un'ottica pratica, questo ultimo capitolo. Nello specifico, innanzitutto è stata fornita una descrizione di carattere generale riguardante le società coinvolte in ciascuna operazione, oltre a una sintetica descrizione delle attività da loro svolte; in secondo luogo, è stata esplicitata a grandi linee quella che è stata effettivamente ciascuna operazione, sempre con l'obiettivo di fornire una contestualizzazione della spiegazione che sarebbe stata effettuata in seguito. In terzo luogo, si è posta maggiore attenzione nei confronti dell'impresa target, osservando in particolare la dinamica dei prezzi, la dinamica dei volumi e la dinamica delle performance, in modo da captare le possibili correlazioni instaurate tra le diverse variabili e, in ultima battuta, le possibili ragioni alla base delle quali tali operazioni sono state effettivamente organizzate ed effettuate. Inoltre, sono stati visionati i documenti di offerta proposti dalle società offerenti agli azionisti interessati al fine di comprendere, anche secondo un punto di vista differente, le logiche che questi ultimi hanno adottato e che hanno portato al compimento di tali decisioni. Ciò che è stato possibile osservare è che le operazioni poste in essere e analizzate sono state effettuate, in linea generale, per tre motivi principali, ovvero per portare a compimento una strategia di acquisizione (talvolta anche contro la volontà della governance della società target); per riuscire a intraprendere un processo di crescita esterna attraverso la collaborazione tra due complessi aziendali, anche al fine di estrarre le sinergie derivanti dalla gestione congiunta; per motivi legati a un possibile ed eccessivo scostamento tra il prezzo di quotazione dei titoli all'interno dei mercati finanziari e il valore intrinseco di tale capitale sociale.

Quanto contenuto in queste ultime righe costituisce i temi centrali di questa ultima parte di elaborato: dopo aver illustrato i principali driver che influenzano il valore della società, con una particolare concentrazione sulla crescita della società e sulle aspettative che guidano la stessa, ci si vuole infatti immergere nelle ragioni economiche concrete che spingono una o diverse

società a operare un'offerta pubblica di acquisto, le quali sono, in qualche modo e inevitabilmente, connesse a questi driver del valore aziendale. Inoltre, per ciascuna delle fattispecie, si cercherà di comprendere quali possono essere le ragioni che determinano uno scostamento tra il prezzo offerto per il riacquisto delle azioni e il valore intrinseco delle stesse, effettuando anche dei riferimenti alle operazioni analizzate nel precedente capitolo.

4.2 L'IMPRESA QUOTATA BERSAGLIO DI UN'OPA LANCIATA DA UNA TERZA SOCIETÀ

La prima motivazione che, in linea teorica, può spingere una società ad acquisirne una seconda è portare a compimento una strategia di crescita esterna elaborata precedentemente dall'offerente. Come già visionato all'interno del capitolo 2 (§2.4), infatti, una società che è sana (ovvero si trova in una situazione in cui riesce a raggiungere gli equilibri economico, finanziario e patrimoniale) si sviluppa, cresce: tale crescita, in particolare, può avvenire in maniera fisiologica per via interna, attraverso l'aumento della clientela, del fatturato, degli utili, della dimensione aziendale attraverso l'acquisizione di nuove immobilizzazioni, e così via; essa, inoltre, può avvenire anche per via esterna, ovvero tramite l'acquisizione di interi complessi aziendali o di singoli rami aziendali. Chiaramente, in questo secondo caso, per poter raggiungere concretamente gli obiettivi di crescita preposti, l'acquirente deve arrivare a possedere il controllo di tali complessi di beni, al fine di poter disporre degli stessi nel modo ritenuto più adeguato alla realizzazione di un processo di sviluppo efficace ed efficiente.

Con riferimento alle suddette metodologie per mezzo di cui una società può svilupparsi, l'offerta pubblica di acquisto rientra nella seconda categoria e riguarda, in particolare, le società quotate. Per poter acquisire un'impresa presente nei mercati finanziari, infatti, l'acquirente possiede, in linea teorica, due vie alternative: innanzitutto, ha la possibilità di stipulare dei patti parasociali¹⁹⁷ al fine di ottenere il controllo dell'assemblea dei soci. In questo primo caso l'acquirente sottoscrive dei contratti insieme con i soci dell'impresa obiettivo, i quali hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto oppure l'esercizio di un'influenza dominante all'interno dell'assemblea; per il tramite di tali contratti, pertanto, si ottiene di fatto il controllo della società¹⁹⁸. La seconda alternativa in possesso dell'acquirente è quella di ottenere il controllo di diritto della società attraverso l'acquisizione della maggioranza dei voti esercitabili all'interno

¹⁹⁷ I patti parasociali sono disciplinati all'interno dell'art. 2341-bis del Codice Civile.

¹⁹⁸ Tale tipologia di controllo, tra l'altro, è disciplinata anche all'interno dell'art. 2359 del Codice Civile.

dell'assemblea dei soci (la quale si ottiene solitamente attraverso il possesso della maggioranza assoluta del capitale sociale). Anche all'interno di questo secondo contesto si possono presentare due possibili percorsi, la cui scelta dipende dalla dimensione del flottante presente all'interno del mercato finanziario in cui è quotata la società acquisita e dalla tipologia di azioni quotate: innanzitutto, se il numero delle azioni ordinarie con diritto di voto presenti nel mercato finanziario non consente di ottenere il possesso della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea dei soci (proprio per il fatto che sono presenti titoli insufficienti), l'acquirente deve promuovere una trattativa privata di compravendita con i soci di maggioranza della società target; nel caso contrario, invece, esso ha la possibilità di lanciare un'offerta pubblica di acquisto tramite la quale propone ai soci della società emittente di riacquistare le azioni in loro possesso a fronte di un certo corrispettivo determinato tramite precisi criteri (§ 1.4).

L'effettuazione dell'OPA, quale strumento utilizzabile per l'acquisizione di un'impresa, coinvolge due società, l'offerente e l'emittente; come si è già potuto comprendere nei capitoli precedenti, l'offerta pubblica di acquisto effettuata da una società nei confronti delle azioni di un'altra può essere amichevole oppure ostile, a seconda del tipo di manifestazione della volontà dell'emittente: se il governo societario di quest'ultimo approva il trasferimento di massa delle azioni si può parlare di OPA amichevole, mentre se esso si trova in disaccordo con i piani dell'offerente si fa riferimento all'OPA ostile. Come è già stato ampiamente discusso all'interno del paragrafo 2.4, a cui si rinvia, sia la società acquirente che quella acquisita possono trarre diversi vantaggi dall'acquisizione del controllo della seconda impresa, come ad esempio l'estrazione delle sinergie derivanti dalla gestione congiunta; tuttavia, nel caso di OPA ostile ciò potrebbe non valere per tale emittente, o meglio, esso potrebbe andare incontro ad alcuni svantaggi. In particolare, un primo problema che potrebbe porsi per gli organi di governo societario sarebbe quello della sostituzione dello stesso: la nuova proprietà, infatti, potrebbe essere interessata a modificare la composizione del consiglio di amministrazione, al fine di adattarlo meglio alle proprie esigenze oppure semplicemente per una questione di mancata fiducia nell'attuale guida dell'impresa e speculare presenza della stessa nei soggetti scelti come sostituti. Ecco ancora una volta che emerge il problema di agenzia esistente tra management e soci: un'offerta potenzialmente valida e conveniente per gli azionisti, invero, potrebbe venire descritta dagli amministratori come svantaggiosa solamente per soddisfare l'interesse di questi ultimi al mantenimento della loro carica invece di fornire un consiglio totalmente veritiero (si ricorda, per l'appunto, che gli organi di governo societario dovrebbero, in teoria, operare con il fine ultimo di soddisfare in misura massima i soci). Un secondo problema, collegato in parte al primo, risiede nella continuità della gestione del complesso di beni acquisito. Tralasciando

infatti le modifiche già menzionate necessarie per riuscire a implementare le sinergie, i nuovi assetti proprietario e di governo potrebbero modificare l'obiettivo di lungo periodo della società acquisita, il cui percorso volto al suo raggiungimento è in corso al momento del passaggio del controllo; il CdA dell'emittente, pertanto, potrebbe essere contrario all'offerta pubblica di acquisto per timore di una modifica nella linea attuale di gestione che potrebbe danneggiare il complesso aziendale in termini di costi già sostenuti e non recuperabili. Una terza situazione negativa potrebbe risiedere nel prezzo di acquisto offerto: esso, infatti, potrebbe non includere componenti legate agli effetti sinergici, i quali, in questo modo, andrebbero a beneficio unicamente del soggetto acquirente; inoltre, le valutazioni effettuate in sede di determinazione del prezzo di acquisto potrebbero essere effettuate "al ribasso", andando cioè a sottovalutare le potenzialità dei driver di valore della stessa, ancora una volta a beneficio dell'acquirente. Questo effetto, per di più, verrebbe amplificato nel caso in cui il prezzo di quotazione fosse sottovalutato rispetto al valore intrinseco della società: in questa situazione, infatti, il prezzo minimo che l'acquirente dovrebbe corrispondere ai soci "uscenti" consentirebbe a esso di liquidarli a un costo ancora minore, con la conseguenza di una plusvalenza aggiuntiva rispetto all'ammontare dell'investimento effettuato. Il problema appena illustrato sarebbe accompagnato da un'ulteriore difficoltà, ovvero la tutela degli investitori; in questo caso, anche se la somma offerta come corrispettivo per la vendita dei loro titoli fosse superiore alla media ponderata dei prezzi di quotazione degli ultimi 12 mesi (quindi anche se l'offerta fosse legittima dal punto di vista legale), il possibile mancato riconoscimento delle sinergie costituirebbe una mancanza di convenienza (o, comunque, una minor convenienza) alla vendita dei titoli da parte dei soci.

Nonostante i possibili effetti negativi a cui la società emittente potrebbe andare incontro, e che potrebbero pertanto spingerla a considerare di essere contraria all'effettuazione dell'operazione, le preoccupazioni maggiori sono solitamente tenute dalla società acquirente. Innanzitutto, essa teme per la buona riuscita dell'offerta stessa: nonostante le buone ragioni esplicate all'interno del documento di offerta utili a convincere gli azionisti dell'emittente, essi potrebbero comunque essere per nulla interessati a un'alienazione dei titoli, per le più disparate ragioni. Questo fatto avrebbe una duplice conseguenza per la società emittente: innanzitutto si avrebbe il problema dei costi sostenuti e non recuperabili relativi alle diverse consulenze riguardanti l'operazione; in secondo luogo, potrebbe porsi una questione di credibilità per il governo societario, che ha promosso un'operazione di ampia portata non andata a buon fine, la quale potrebbe sfociare anche in una modifica della composizione di tale organo di governo societario. In secondo luogo, il consiglio di amministrazione della società offerente teme nella

buona riuscita dell'integrazione aziendale e nella tempistica della stessa: in particolar modo, esso deve riuscire a rendere armoniosi due complessi aziendali di fatto estranei, e ciò può comportare diversi attriti, sia per quanto riguarda le diverse culture aziendali, sia per quanto riguarda l'insieme dei manager della società acquisita, che potrebbero creare ostacoli di tipo operativo o "burocratico" in quanto contrari alle decisioni prese dai nuovi dirigenti. La buona integrazione aziendale è necessaria per riuscire a estrarre le sinergie operative e finanziarie di cui è stato ampiamente discusso, di conseguenza diventa fondamentale la tempistica della stessa: più rapidamente riescono a essere ottenuti gli effetti benefici derivanti dalla gestione congiunta delle due aziende, infatti, maggiore è il valore che è generabile dal nuovo gruppo aziendale in tempi ristretti.

L'offerta pubblica di acquisto motivata da questo genere di argomentazione, a prescindere dal fatto che possa essere un'operazione "amichevole" oppure "ostile", può essere effettuata sia in una situazione in cui il mercato è efficiente, cioè quando i prezzi rispecchiano il valore intrinseco dei titoli che vi sono scambiati e tutte le informazioni sono prontamente disponibili per tutti i soggetti (o quasi, in quanto si ricorda che è impossibile che ogni soggetto posseda qualsiasi genere di dato desiderato, come del resto già illustrato in precedenza nel paragrafo 1.1), sia in condizioni in cui il mercato presenta inefficienze, ovvero quando esistono problemi di sotto valutazione o sopra valutazione degli strumenti finanziari quotati o quando esistono delle asimmetrie informative: questo è pressappoco scontato, in quanto una società può decidere, di comune accordo o meno con questa, di acquisirne una seconda con lo scopo di attuare una crescita per via esterna, anche tramite la realizzazione di effetti sinergici derivanti dalla gestione congiunta dei due complessi aziendali, a prescindere da tali situazioni, le quali sono sfavorevoli solamente per il buon funzionamento del mercato finanziario stesso.

Dopo aver compreso la prima ragione per cui una società può decidere di acquisirne una seconda attraverso un'offerta pubblica di acquisto, a prescindere dal fatto che essa sia amichevole oppure no, è necessario comprendere i motivi per i quali il prezzo può essere differente dal valore intrinseco delle azioni. Come già era stato spiegato all'interno del paragrafo 2.4, il valore intrinseco della società è innanzitutto rappresentato dal valore stand alone, che è dato dal valore della società allo stato attuale; esso, inoltre, è il prezzo minimo che la proprietà della società è disposta ad accettare per cedere il complesso aziendale. Un prezzo minore, infatti, comporterebbe un valore attuale netto dell'investimento inferiore allo zero, a significare che il capitale apportato all'interno dell'impresa non è stato sufficientemente remunerativo; un prezzo maggiore, dall'altra parte, rappresenterebbe un valore attuale netto dell'investimento superiore allo zero, a significare che la remunerazione del complesso di beni

aziendali è stata superiore a quanto aspettato. Il valore stand alone, sommato al valore delle sinergie operative e finanziarie estraibili tramite la gestione congiunta con un'altra impresa, fornisce come risultato il valore di acquisizione, ovvero il prezzo massimo che un acquirente è disposto a pagare per acquisire la proprietà della società. Anche in questo caso, un prezzo minore comporterebbe un valore attuale netto dell'investimento superiore allo zero, in quanto il compratore riuscirebbe a ottenere un certo valore (dato dal valore stand alone più quello delle sinergie) versando una somma minore; un prezzo superiore, al contrario, non risulterebbe conveniente, in quanto tale soggetto pagherebbe per un complesso di beni una somma superiore al valore dello stesso.

È facilmente comprensibile, pertanto, che il prezzo di riacquisto delle azioni sia normalmente differente dal valore intrinseco delle stesse e dipenda, in ultima analisi, dal potere contrattuale delle due parti: l'avvicinamento al valore stand alone piuttosto che al valore di acquisizione, infatti, è dato dal potere decisionale che l'acquirente può imporre al venditore, e viceversa. In termini generali, è possibile dire che il potere contrattuale dei due soggetti dipende essenzialmente dalla quantità di domanda e di offerta esistente sul mercato o, in altre parole, dal numero di potenziali acquirenti e di venditori, nonché dalle possibilità e dai vantaggi che ciascuna parte può offrire all'altra e da eventuali relazioni preesistenti all'OPA.

Riguardo al primo punto c'è da dire che, come insegna la più semplice regola della microeconomia riguardante la domanda e l'offerta, nel momento in cui è presente una sola società potenzialmente acquistabile ai fini della realizzazione di piani di crescita, il mercato si può dire "del venditore", in quanto tale impresa detiene maggiore potere contrattuale: l'acquirente o gli acquirenti, infatti, se vogliono mettere in atto le proprie strategie di crescita per via esterna, dovranno offrire un prezzo di acquisto delle azioni che si avvicina maggiormente al valore di acquisizione, al fine di non essere anticipati da un altro compratore disposto a versare un importo maggiore per l'alienazione del complesso di beni. D'altro canto, se all'interno del mercato sono presenti diverse società che potrebbero fungere da bersaglio di una strategia di crescita a fronte di poche società acquirenti il potere contrattuale verrà detenuto per la maggior parte da questi ultimi soggetti, che avranno una maggior possibilità di scelta, e il mercato verrà detto "del venditore" proprio per questa ragione: i compratori, essendo infatti inferiori rispetto al numero di venditori, potranno contrattare un prezzo che si avvicina maggiormente al valore stand alone della società, facendo leva sul fatto che quest'ultima potrebbe non avere una seconda occasione di cedere la società, se ne fosse interessata.

Un'operazione analizzata in precedenza potrebbe rappresentare nella pratica ciò che è stato finora illustrato, ovvero l'offerta pubblica di acquisto promossa da Sparkasse nei confronti di

CiviBank. In particolare, tale operazione è stata lanciata da Sparkasse con un obiettivo ben preciso, ovvero aumentare la propria quota di mercato all'interno del territorio del Triveneto, eliminando al contempo un potenziale concorrente che avrebbe reso difficile l'esecuzione di tale strategia di espansione, nel caso in cui quest'ultima fosse stata effettuata tramite la crescita per via interna; inoltre, l'operazione avrebbe consentito alle due banche di beneficiare degli effetti sinergici derivanti dalla gestione congiunta delle due società. Come è già stato illustrato nel precedente capitolo (§ 3.3), CiviBank si era detta contraria all'OPA lanciata sulle sue azioni per diversi motivi, tra cui era spiccato il prezzo ritenuto troppo basso, in quanto esso non incorporava il valore delle sinergie estraibili. Nonostante la prevedibile ostilità del CdA di Banca di Cividale, il prezzo basso è stato giustificato proprio dal fatto che il mercato di tali titoli era illiquido, non vi erano scambi: questo elemento ha fornito all'acquirente un ampio potere contrattuale, in quanto si è posto come unico acquirente disponibile per le azioni possedute dai soci della banca acquisita; non vedendo vie alternative per la liquidazione del proprio pacchetto di titoli, pertanto, gli azionisti hanno accettato la proposta di Sparkasse, pur essendo stati avvertiti del fatto che essa non incorporava l'intero valore delle sinergie. È comunque necessario notare (com'è possibile fare all'interno della Tabella 2 dell'Appendice I) che il prezzo di offerta, ad ogni modo, ha incorporato un premio rispetto al valore minimo imposto dalla legge e anche rispetto alla quotazione del titolo degli ultimi mesi di quotazione, segnale del fatto che Sparkasse ha comunque tenuto conto della presenza degli effetti sinergici della società acquisita.

Con riferimento al secondo punto, invece, il potere contrattuale viene distribuito tra le due parti in base ai vantaggi che ciascun soggetto può fornire all'altro, nonché dalla presenza di eventuali relazioni instauratesi tra essi. In particolare, risulta evidente come ciascun soggetto, nel momento in cui ha la facoltà di apportare elementi come una posizione competitiva già affermata con una ampia quota di mercato (alla cui clientela sarebbe possibile offrire i prodotti della controparte), oppure un grande know-how relativo a una gestione efficiente dei processi interni (che consentirebbe, ad esempio, la diminuzione dei costi informativi o di governo della società), oppure un marchio di importanza elevata (il cui prestigio si collegherebbe, di fatto, all'offerta di valore della controparte), oppure una grande capacità finanziaria (che consentirebbe una maggiore capacità di autofinanziamento e, quindi, di merito creditizio), oppure una maggiore dimensione (che permetterebbe lo sfruttamento di economie di scala al fine dell'abbattimento dei costi), ha la possibilità di avere una maggiore influenza sul prezzo di acquisto delle azioni, il quale si avvicinerà quindi più al valore stand alone o al valore di acquisizione a seconda del soggetto che detiene tale maggior potere contrattuale. Inoltre, anche

il caso in cui tra i soggetti fosse già in essere una relazione economica, come, ad esempio, la società offerente che possiede già una partecipazione di un certo peso all'interno dell'emittente, avrebbe come effetto quello di conferire a una parte o all'altra un maggior peso nella determinazione del prezzo di acquisto delle azioni. Se si prosegue con l'esempio illustrato appena *supra*, la società partecipante avrebbe maggior voce in capitolo nella scelta del corrispettivo per azione rispetto all'impresa partecipata.

Un'operazione analizzata in precedenza potrebbe illustrare, in via pratica, quanto detto, ovvero l'OPA che ha visto come emittente Piteco SpA e come offerente Limbo SRL (controllata del gruppo Lillo SpA). Come è già stato esposto precedentemente (§ 3.7), la società delistata era già partecipata dalla capogruppo e, parzialmente, anche in maniera diretta dai soci di quest'ultima (la famiglia Podini); dalla lettura del documento di offerta, inoltre, era emersa la volontà di completare l'acquisizione della società con lo scopo di andare a operare una importante strategia di crescita, nonché di compiere una eventuale riorganizzazione aziendale. Ciò che caratterizza l'operazione non è tanto la motivazione genericamente fornita dall'offerente, ovvero operare una strategia di crescita a livello privato, quanto negli elementi di contrattazione che probabilmente hanno portato a definire il prezzo infine offerto. Innanzitutto, è da menzionare il fatto che il gruppo Lillo aveva iniziato un ampliamento del proprio settore di attività originario, ovvero quello dei supermercati, addentrandosi all'interno di quello della tecnologia dell'informazione (oppure, in inglese, *Information Technology*, IT); dopo aver realizzato l'importanza sempre più emergente del settore, Lillo aveva deciso di acquistare e, successivamente, di solidificare, una partecipazione all'interno di Piteco, specializzata nella produzione di software. Si può dedurre ora uno dei primi due elementi che, probabilmente, sono stati rilevanti ai fini della negoziazione, ovvero la partecipazione del gruppo all'interno di Piteco già prima del lancio dell'offerta pubblica di acquisto: questo elemento ha sicuramente spostato l'ago della bilancia a favore dell'offerente, avendo già la famiglia Podini una certa influenza all'interno del consiglio di amministrazione dell'emittente. L'organizzazione che, tuttavia, ha determinato il prezzo di offerta è stata Piteco: la ricerca di un inserimento all'interno del settore delle tecnologie dell'informazione e, in particolare, in quello dei software, operata da Lillo ha consentito a Piteco di imporre la propria volontà sul livello di prezzo offerto ai propri soci per l'acquisto delle azioni, tant'è che, come si può osservare anche all'interno della Tabella 6 dell'Appendice I, il prezzo di offerta si è stabilito pari a €11,25, maggiore rispetto alla quotazione degli ultimi 6 mesi nonché maggiore rispetto al prezzo minimo stabilito dalla legge.

4.3 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO LEGATA A INCOMPATIBILITÀ CON I MERCATI FINANZIARI

Una società può sottoscrivere un contratto con una seconda società per mezzo del quale tale seconda impresa si prende l'impegno di effettuare una offerta pubblica di acquisto sugli strumenti finanziari quotati della prima con lo scopo di acquisirne l'intero flottante; nella situazione ipotetica che viene analizzata ora, tuttavia, l'obiettivo ultimo dell'operazione non è quello di acquisire il controllo di un complesso organizzato di beni al fine di portare a compimento un piano di crescita per via esterna, tanto meno quello di sfruttare le sinergie operative e finanziarie derivanti dalla gestione congiunta delle due aziende. Il secondo motivo per cui un'offerta pubblica di acquisto può venire lanciata, infatti, è il delisting dal mercato finanziario degli strumenti finanziari quotati a causa delle incompatibilità che esistono tra la struttura e i principi che guidano il funzionamento delle sedi di negoziazione e determinati piani di crescita della società che deve essere rimossa dal listino dei titoli. Al fine di fornire una spiegazione il più esaustiva possibile riguardo tali aspetti, all'interno di questo paragrafo, pertanto, verranno in primo luogo illustrati i mercati pubblici e i mercati privati, in modo da comprenderne i principali principi di funzionamento; in secondo luogo, verrà spiegato il ruolo che il comportamento umano gioca quando l'investitore deve effettuare una scelta relativa a un possibile investimento. Solo dopo aver assimilato questi concetti si potrà, in ultimo luogo, comprendere come, in talune situazioni, i piani di crescita societari possono essere incompatibili con il mercato finanziario, in seguito delle quali può configurarsi il delisting della società tramite un'offerta pubblica di acquisto.

4.3.1 *I mercati pubblici e i mercati privati*

Quando si parla di mercato, la prima cosa a cui solitamente si pensa è un insieme di scambi o, in altre parole, l'incontro tra la domanda e l'offerta; essendo quindi il mercato l'insieme delle transazioni, ci si chiede cosa possa essere commerciato all'interno di essi. Tra il novero delle entità scambiabili si trovano anche gli strumenti finanziari, nella cui definizione sono ricomprese anche le azioni, ovvero le frazioni in cui è diviso il capitale sociale di un'impresa. Chiaramente, come possono esistere diversi tipi di mercato per lo stesso bene, all'interno del sistema economico si possono trovare anche diverse tipologie di mercato in cui si possono scambiare le azioni; esse, in particolare, possono essere ridotte a due, vale a dire i mercati pubblici (ovvero mercati *public*) e i mercati privati (ovvero mercati *private*). I mercati pubblici,

chiamati in termini anglosassoni *public equity*, sono i mercati finanziari così come sono stati spiegati all'interno del capitolo 1, a cui si rimanda per evitare spiacevoli ripetizioni (§ 1.1). Merita, invece, un approfondimento il tema dei mercati *private*.

Il mercato privato, chiamato in termini anglosassoni *private equity*, può essere definito come una tipologia di mercato all'interno dei quali le società vengono finanziate tramite la vendita di partecipazioni a investitori qualificati, società di investimento di diverso genere¹⁹⁹, le quali possono essere composte da azioni di nuova emissione oppure da azioni già in circolazione; all'interno di questo mercato, pertanto, gli investitori non acquistano piccoli pacchetti azionari, bensì tendono ad acquisire una quota importante del capitale sociale, la quale non raramente consente di ottenere una influenza rilevante all'interno dell'assemblea dei soci o anche il controllo della società stessa. Il risultato di queste operazioni, come si può intuire, è una modificazione importante della composizione della compagine sociale: in molte situazioni, infatti, gli investitori dei mercati *private* tendono ad assumere un peso rilevante all'interno delle società in cui possiedono partecipazioni, arrivando perfino a nominare parte dei componenti del consiglio di amministrazione oppure a delineare le linee guida per la gestione di medio/lungo periodo dell'impresa. Nel caso in cui l'apporto di capitale sia bilanciato dall'emissione di nuove azioni, inoltre, un ulteriore risultato è quello dell'aumento della patrimonializzazione della società, cosa che non accade nel caso in cui la transazione abbia semplicemente a oggetto lo scambio di azioni già emesse.

Essendo due tipologie di mercato differenti, all'interno dei quali vengono poste in essere differenti tipologie di operazioni, ovvero scambi di piccoli numeri di titoli contro transazioni tali da incidere sul controllo societario, in ciascuna di esse chiaramente sono presenti diverse tipologie di società; in particolare, all'interno dei mercati *public*, i mercati finanziari, si trovano solitamente imprese con dimensioni relativamente grandi²⁰⁰, che quindi possiedono una certa struttura organizzativa (anche per soddisfare i requisiti di trasparenza informativa che le autorità di vigilanza richiedono) e una certa capacità economica, patrimoniale e finanziaria, e che operano in settori più o meno consolidati. Il livello di rischiosità di tali imprese, delle attività

¹⁹⁹ Gli investitori di *private equity* possono essere innanzitutto persone fisiche, che acquistano i titoli della società tramite una trattativa diretta con la stessa (non vengono utilizzate le sedi di negoziazione, altrimenti si avrebbe una trattativa di *public equity*). Solitamente, però, sono società di investimento che effettuano tali investimenti di *private equity*, le quali possono essere di diverso tipo. Innanzitutto si possono trovare le *venture capital*, ovvero società che investono in società già avviate che presentano un alto potenziale e, di conseguenza, un alto profilo di rischio, con il fine di farle sviluppare tramite i capitali apportati e poi cederle dopo un periodo che varia tra i 4 e i 6/7 anni. Si hanno poi, tra gli altri, i fondi generici di *private equity* e i fondi pensione. Dal sito web: https://it.wikipedia.org/wiki/Private_equity.

²⁰⁰ Questa caratteristica è chiaramente presente, basti pensare all'entità dell'onere che è necessario sopportare solamente per entrare all'interno dei mercati finanziari.

che da esse sono svolte e del modo in cui sono svolte, pertanto, può dirsi relativamente basso, almeno se queste entità vengono poste a confronto con le micro imprese tanto diffuse all'interno del territorio nazionale. Per quanto riguarda i mercati *private*, invece, la questione è ben diversa. All'interno di questi mercati, infatti, sono presenti le aziende più disparate: vi si possono trovare imprese di una certa dimensione, con un certo passato alle spalle, che decidono di finanziarsi tramite l'ausilio degli investitori che operano in questo ambito, ma anche imprese neo costituite che possiedono un alto potenziale di crescita a causa di differenti fattori, come ad esempio lo svolgimento di un'attività nuova all'interno del mercato, l'offerta di un nuovo prodotto o di un prodotto già esistente ma innovato profondamente, la struttura organizzativa e finanziaria innovativa. Le caratteristiche appena elencate per le società di nuova costituzione, che racchiudono in esse un alto valore intrinseco, fanno sì che le stesse siano considerate più rischiose dagli investitori, i quali, pertanto, per operare all'interno dei mercati di *private equity* devono possedere una propensione al rischio maggiore rispetto a quella di un soggetto che vuole effettuare un investimento di titoli scambiati all'interno delle sedi di negoziazione. Se è possibile fare un ulteriore commento, tralasciando la situazione peculiare delle società neo costituite, in linea generale le società che non sono quotate possiedono un grado di rischiosità maggiore rispetto alle società quotate: queste ultime, infatti, vengono sottoposte a una serie di controlli, sia interni (quali il controllo posto in essere dal collegio sindacale, dalle società di revisione, dai comitati di controllo interno, dalla funzione internal audit, dagli amministratori indipendenti, dal sistema di controllo interno) che esterni (come le verifiche effettuate dalla Consob o gli accertamenti dell'Agenzia delle Entrate, per esempio); inoltre, esse sono tenute a rispettare un certo grado di trasparenza nei confronti degli investitori, dovendo comunicare tutte le informazioni che possono avere un impatto sul prezzo e, utilizzando una visione più ampia, sulla decisione degli azionisti di mantenere o dismettere la loro partecipazione. Tali elementi non sono presenti all'interno delle società che si finanziano tramite gli enti di *private equity*: esse, per l'appunto, potendo essere qualsiasi tipologia di società, possono anche non possedere i sistemi di controllo propri di una società quotata, così come non vengono periodicamente sottoposti alle verifiche della Consob. Tutti questi elementi, in conclusione, fanno sì che le sedi di negoziazione siano più adeguati per investitori che possiedono una avversione al rischio tendenzialmente elevata, mentre consentono alle società finanziate tramite il *private equity* di attirare investitori più propensi a sopportare un grado di rischio maggiore.

4.3.2 *Il ruolo giocato dal comportamento umano nella scelta di un investimento*

Tutti i ragionamenti e le considerazioni che vengono fatti discutendo di materie quali la macroeconomia, la microeconomia, la finanza aziendale, la finanza, utilizzano come modello umano quello della persona razionale, ovvero quella figura utopica che riesce a prendere tutte le decisioni che devono essere prese utilizzando tutte le informazioni in suo possesso e considerando i fatti in maniera esclusivamente logica, al fine di conseguire il massimo beneficio personale; tuttavia, nella realtà, il tipico investitore che decide di effettuare un'operazione all'interno dei mercati finanziari (che, come è già stato spiegato precedentemente, sono i cosiddetti mercati di *public equity*) non possiede queste caratteristiche, o meglio, le possiede in maniera limitata, oltre ad averne anche altre che fanno di lui una figura non totalmente prevedibile. In particolare, innanzitutto un soggetto non potrà mai possedere tutte le informazioni di cui egli ha bisogno per compiere una decisione totalmente consapevole, in quanto, come già è stato detto (§ 1.1), il mercato possiede per sua natura una certa inefficienza di tipo informativo. Da questa informazione si può dedurre che il soggetto probabilmente non riesce a prendere tutte le decisioni che gli si pongono davanti, sia per mancanza di informazioni, sia per mancanza di competenze nella materia specifica, sia per mancanza di tempo; inoltre, se riesce a prenderle, non lo riesce a fare in maniera completamente consapevole, utilizzando infatti bias cognitivi quali, ad esempio, convinzioni personali, eccessivo intuito oppure eccessivo ottimismo. In secondo luogo, l'investitore possiede una sfera emotiva che inevitabilmente lo influenza nel momento in cui deve compiere una scelta riguardante le possibilità di investimento che gli si presentano, talvolta in maniera importante.

In finanza, il fattore che più influenza un soggetto nella decisione di impiegare o meno un certo capitale finanziario in un certo titolo è la propensione al rischio (o, specularmente, avversione al rischio): essa è quell'atteggiamento secondo il quale l'investitore è disposto ad assumersi un certo ammontare massimo di rischio investendo in una certa attività finanziaria, con il fine di conseguire un certo rendimento; in altre parole, egli è disposto ad accettare la probabilità (più o meno alta in base al livello di propensione al rischio) che il proprio impiego di capitale non sia redditizio come egli si aspetta ovvero, in certi casi, di conseguire un certo ammontare di perdite sul capitale (dette, in termini anglosassoni, *capital losses*). Utilizzando termini pratici, maggiore è la propensione al rischio di un soggetto, maggiore è il rischio che egli può sopportare e maggiore è il rendimento che può ottenere, e viceversa; in senso opposto, maggiore è l'avversione al rischio del soggetto, minore è il rischio che egli è disposto a

sopportare e minore è il rendimento che può ottenere da un'attività di investimento in uno strumento finanziario, e viceversa.

Il fattore umano dell'investitore ha un'influenza importante sui mercati finanziari, oltre che sulla percezione del rischio stesso, tant'è che non è più il rischio effettivo a essere rilevante, bensì il rischio percepito dalla persona; in altre parole, ciò che ha valore all'interno del mercato finanziario non è il rischio razionale, ovvero quello che oggettivamente ricade sull'asset che viene preso in considerazione, ma il rischio che l'investitore²⁰¹ pensa sia caratteristico dello stesso. Esistono diversi fattori che fanno sì che il rischio percepito si discosti da quello che è il rischio effettivo; essi sono tutti legati al comportamento umano e si possono definire come bias cognitivi, ovvero delle distorsioni dei modelli razionali di ragionamento che dovrebbero essere usati quando si formula una valutazione oppure un giudizio: in base alle informazioni che un soggetto possiede, vengono fatte delle interpretazioni erranee delle stesse che portano, appunto, a una valutazione errata di una certa realtà. In primo luogo si possono trovare le convinzioni personali, ovvero elementi che un individuo considera come associati e che non mette in discussione, nemmeno di fronte all'evidenza; il problema, in questa situazione, è che l'investitore è certo che il titolo possiede una certa volatilità a prescindere dall'effettivo livello di rischio di quest'ultimo. In questo caso, pertanto, l'operatore preso in considerazione valuta in maniera errata un certo strumento finanziario come un'opportunità (il quale, invece, costituisce una minaccia per la solidità del proprio portafoglio titoli) oppure eccede in prudenza, esagerando il livello di rischiosità dell'attività finanziaria (la quale, invece, potrebbe persino abbassare il rischio complessivo del suo portafoglio di investimenti). In secondo luogo, il rischio percepito può essere influenzato da quello che è un eccesso di ottimismo: in questa situazione, infatti, l'investitore tende a sottovalutare quella che è la componente negativa del rischio, ovvero tende a minimizzare l'entità e l'importanza della possibile perdita, per dare risalto solamente alla componente positiva dello stesso, ovvero il rendimento che verrebbe generato dal mantenimento del titolo all'interno del portafoglio. Questo aspetto comportamentale del soggetto ha diversa rilevanza a seconda del titolo considerato: se lo strumento finanziario in questione possiede un livello di rischiosità di per sé basso, allora l'eccesso di ottimismo non provoca una situazione problematica (in quanto, appunto, l'eccessivo ottimismo non sottovaluta eccessivamente il rischio, in quanto questo è già basso);

²⁰¹ In tali termini, se un ipotetico titolo è effettivamente sicuro (o meglio, caratterizzato da un irrisorio livello di rischio) ma dall'investitore non viene percepito come tale, il mercato si sposterà nella direzione che viene presa da tali soggetti (sempre che essi rappresentino l'investitore modello presente nel mercato); la stessa cosa vale se intrinsecamente un titolo possiede un livello di rischio elevato ma esso non è percepito dall'investitore.

se, al contrario, il titolo possiede un livello di rischiosità elevato, tale eccessivo ottimismo costituisce un minaccia per la sicurezza del portafoglio dell'investitore, in quanto la volatilità del titolo viene sottovalutata in maniera rilevante. In terzo luogo, un eccessivo utilizzo dell'intuizione provoca una diminuzione dell'utilità delle informazioni a disposizione del soggetto, in quanto esse assumono meno rilevanza all'interno del processo di valutazione del rischio del soggetto; si capisce, pertanto, come una decisione presa in maniera avventata (o comunque non correttamente ponderata) può facilmente provocare un errore nella stima del rischio, cosicché un titolo con un basso rischio può essere considerato intuitivamente come molto pericoloso, mentre uno strumento finanziario con un alto rischio possa essere valutato come relativamente sicuro. Gli eccessivi ottimismo e utilizzo dell'intuizione riflettono solitamente una mancanza di competenze necessarie per effettuare un'appropriata valutazione del rischio: per riuscire a comprendere l'effettiva portata della volatilità di un titolo, appunto, è necessario padroneggiare tutta una serie di capacità propedeutiche, come la capacità di raccogliere e leggere le informazioni disponibili in maniera appropriata; l'abilità di comprendere qual è il contesto macroeconomico in cui si inserisce l'impresa e come esso può influenzare l'andamento della sua gestione e dei suoi titoli; la facoltà di osservare in maniera corretta la situazione patrimoniale e finanziaria della società, con il fine di comprendere le sue capacità attese di creare valore e le sue prospettive di crescita; la capacità di cogliere segnali, provenienti da tutti gli elementi appena indicati, che possano far intuire un'imminente situazione di difficoltà della società, fattore che fa aumentare esponenzialmente il rischio di un investimento all'interno della stessa.

Si può comprendere, pertanto, come il comportamento e le caratteristiche dell'essere umano stesso possano influenzare la capacità di valutare il rischio, con la conseguenza di una scissione tra quello che è il rischio percepito dall'investitore (che è quello che, alla fine, è davvero rilevante nel mondo reale) e il rischio effettivo di un certo strumento finanziario; tale differenza tra i due concetti di volatilità si può riflettere anche all'interno dei prezzi di borsa, come si vedrà nelle righe successive.

4.3.3 L'incompatibilità del mercato public con piani aggressivi di crescita

Come si è già potuto ampiamente comprendere, la vita dell'impresa (profittevole) è caratterizzata da un costante processo di crescita fisiologica, il quale è ininterrotto per tutto il

periodo in cui una società resta in vita²⁰²; tale processo di sviluppo, tuttavia, deve essere tracciato dalla governance societaria, la quale deve, appunto, definire una strategia di lungo periodo che le consenta di raggiungere un obiettivo di lungo termine, il quale dovrebbe essere il motore che spinge la società a esistere all'interno del mercato. Queste strategie di crescita, ad ogni modo, possono essere di due tipi, come già esplicitato all'interno del capitolo 2.4, ovvero può esistere la crescita per via interna e la crescita per via esterna: entrambe possiedono lo stesso scopo, tuttavia la seconda esiste per conseguire i target di crescita con una tempistica molto più ristretta. Può accadere, pertanto, che, per riuscire a conseguire il traguardo prefissato, il consiglio di amministrazione della società²⁰³ decida di porre in essere un piano di crescita di lungo periodo particolarmente aggressivo, decidendo infatti di compiere diverse acquisizioni (o, comunque, operazioni straordinarie) per accelerare tale percorso diminuendo le tempistiche necessarie.

Un processo strategico di crescita per via esterna particolarmente complesso e aggressivo, tuttavia, fa sì che il rischio operativo della società, nonché il rischio finanziario (ovvero la probabilità che la società non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie in maniera integrale ed entro le scadenze previste) aumentino, con l'immediata conseguenza di un aumento della rischiosità complessiva di un possibile investimento all'interno dell'impresa. Inoltre, nel caso in cui la società presa in considerazione sia quotata all'interno dei mercati finanziari, ciò può provocare timore tra gli operatori in possesso di titoli della stessa, oltre che tra quelli che valutano l'acquisto di una partecipazione nel suo capitale sociale. Un piano aggressivo di crescita, pertanto, fa sì che il rischio complessivo dei titoli superi la propensione al rischio dei detentori dello stesso, elemento che fa aumentare le posizioni ribassiste all'interno della borsa: se un titolo diventa più rischioso, meno investitori saranno disposti a detenerlo, in quanto il numero degli operatori disposti ad accettare un certo rischio diminuiscono man mano che tale rischio aumenta; di conseguenza, coloro che sono in possesso degli strumenti finanziari ma che non vogliono sopportare una volatilità così alta, si adoperano per venderli. L'aumento delle posizioni ribassiste, tuttavia, fa diminuire il prezzo, sia per la regola della microeconomia secondo la quale un aumento dell'offerta rispetto alla domanda genera una diminuzione del prezzo, sia per la regola della finanza secondo la quale a fronte di un aumento del rischio (quindi

²⁰² Chiaramente, è comunque da tenere in considerazione il ciclo di vita che qualsiasi società percorre, seppur con tempi e modalità che variano a seconda della situazione; tale ciclo di vita comprende diverse fasi, ovvero la fase della nascita, dello sviluppo, della maturità e del declino. Ad ogni modo, il tema del ciclo di vita dell'impresa non è nell'interesse del presente elaborato, pertanto non verrà trattato.

²⁰³ Per pura memoria, si ricorda che tutto l'elaborato è stato e viene scritto prendendo come riferimento l'impresa tipo della società per azioni con assetto di governo societario tradizionale.

del rendimento) deve corrispondere una diminuzione del prezzo del titolo, in quanto gli investitori saranno disposti a pagare un prezzo minore per sopportare un rischio maggiore.

Si capisce, dalle righe precedenti, che una strategia di crescita per via esterna caratterizzata da un'eccessiva aggressività possa far sì che gli investitori, non disposti a correre un certo livello di rischio, decidano di assumere una posizione prudente nei confronti del titolo, facendo così abbassare il prezzo. Il problema, in questa situazione, è che gli investitori, come riportato precedentemente (§ 4.4.2), spesso non possiedono le competenze necessarie per valutare correttamente la strategia di crescita della società e non riescono a vederne le effettive potenzialità: a causa di questi fattori, si crea una discrepanza tra quello che è il rischio percepito dagli investitori e quello che è il rischio reale della società, posizionando il primo a un livello più alto del secondo. Una volatilità percepita superiore a quella reale, tuttavia, genera un problema di sottovalutazione del titolo, in quanto prezzo è tenuto erroneamente basso rispetto a quello che dovrebbe essere tenendo conto delle aspettative di crescita create dalla strategia di crescita aggressiva. Questa situazione di timore degli investitori, unita ai prezzi bassi degli strumenti finanziari quotati, genera una difficoltà nell'impresa stessa, la quale vede aumentare le difficoltà di finanziamento attraverso il mercato *public*: ipoteticamente, se essa decidesse di effettuare un'offerta pubblica di sottoscrizione (vale a dire se decidesse di effettuare un aumento di capitale sociale offrendo al mercato le nuove azioni emesse) potrebbe avere delle difficoltà nella raccolta del capitale, in quanto meno investitori sarebbero disposti ad acquistare le nuove azioni emesse, vista la rischiosità del titolo "alta".

In una situazione del genere, in cui il prezzo non rispecchia le aspettative di crescita della società, può apparire conveniente per quest'ultima cercare di finanziarsi all'interno del *private equity*, dove gli investitori che vi operano possiedono una propensione al rischio decisamente maggiore rispetto a quelli presenti all'interno dei mercati finanziari; pertanto, l'impresa può stipulare un accordo con un investitore di *private equity* (ad esempio un fondo o, comunque, un'altra società) in forza del quale il secondo promuove una offerta pubblica di acquisto ai fini di acquisire l'intero flottante della società²⁰⁴, in modo tale da effettuare il delisting dai mercati finanziari. La riuscita di un'operazione di questo tipo porterebbe con sé diversi vantaggi: innanzitutto, la società sarebbe libera di operare senza dover rispettare gli obblighi imposti dalla legge e dall'autorità di vigilanza in materia di trasparenza e tutela nei confronti degli azionisti e del mercato, le quali sono comunque positive per la società ma, in talune situazioni, possono ostacolare il regolare svolgimento della gestione aziendale. In secondo luogo, l'impresa

²⁰⁴ Chiaramente, non è esclusa la possibilità di effettuare un accordo per il quale la società offerente lanci un'OPA con l'obiettivo di acquisire non solo il flottante della società emittente, ma anche il controllo della stessa.

riuscirebbe a portare a compimento i propri piani di crescita senza dover rinunciare al valore per gli azionisti, il quale non verrebbe riconosciuto nel prezzo delle azioni nella situazione in cui esse rimanessero quotate nel mercato finanziario. In ultimo luogo, l'acquisizione di una partecipazione da parte di un fondo di *private equity* significherebbe il coinvolgimento dello stesso nella gestione, dato il fatto che la quota acquisita consentirebbe almeno la capacità di esercitare un'influenza rilevante (se non dominante) all'interno dell'assemblea dei soci; questo sarebbe un ulteriore vantaggio per la società considerata, la quale verrebbe supportata nella gestione aziendale con competenze specifiche e aggiuntive rispetto a quelle già interne all'impresa. La presenza di un'entità finora rimasta esterna, infine, consentirebbe un ampliamento della visione d'insieme dell'impresa: un soggetto esterno, infatti, non essendo coinvolto direttamente nelle vicende societarie, riesce a osservare il complesso aziendale con una mentalità più aperta, fornendo addirittura nuove idee per una gestione più efficace o per conseguire un vantaggio competitivo, ampliando ulteriormente la crescita della società e le prospettive future della stessa.

Nella spiegazione di questa motivazione che spinge una società a uscire dai mercati finanziari, ovvero il mancato riconoscimento del valore potenziale della strategia di crescita da parte del mercato, non è stato detto che il prezzo di acquisto delle azioni offerto attraverso l'OPA è solitamente differente dal valore intrinseco delle stesse. La ragione principale di questa differenza è da ricercarsi proprio nella motivazione per la quale l'operazione stessa viene effettuata, ovvero la situazione per cui il mercato non riconosce il valore potenziale della strategia di crescita societaria. In particolare, è stato detto che, a causa di un'inefficienza dovuta alla non completa razionalità degli investitori, è possibile che il valore di un piano di sviluppo aggressivo non venga riconosciuto dal mercato, il quale, di conseguenza, tende a mantenere basso il livello del prezzo (a causa del rischio percepito maggiore del rischio reale). Proprio per il fatto che gli operatori presenti all'interno delle sedi di negoziazione non riconoscono il valore dato dalle aspettative di crescita di lungo periodo dell'impresa, la parte offerente ha la possibilità di offrire, nel contesto dell'acquisto delle azioni attraverso l'OPA, un prezzo inferiore al valore intrinseco degli strumenti finanziari quotati, anche nel caso in cui il prezzo dell'offerta incorporasse un premio implicito, in quanto superiore alla quotazione storica del titolo in borsa.

Come è stato effettuato per il paragrafo 4.2, è ora opportuno valorizzare quanto appena illustrato utilizzando un approccio pratico, andando a osservare le specificità delle operazioni analizzate nel precedente capitolo, al fine di cercare di scorgere i motivi alla base di una differenza tra il prezzo di acquisto delle azioni attraverso l'offerta pubblica di acquisto e il

valore intrinseco delle medesime. In particolare, è innanzitutto doveroso osservare l'operazione che ha coinvolto Assiteca SpA e il gruppo di imprese Howden Holdings Limited. Come si è potuto illustrare all'interno del precedente capitolo (§ 3.2), infatti, Assiteca è una società il cui andamento del prezzo all'interno della borsa italiana, nonostante le performance della stessa in costante aumento dal 2015, non era positivo, anzi, era pressoché costante, con bassi scambi nella piattaforma di negoziazione. A fronte del valore creato, la stagnazione del prezzo e degli scambi all'interno del mercato finanziario ha spinto la stessa a farsi acquisire dal gruppo irlandese, con lo scopo di trovare un maggiore valore riconosciuto alle proprie performance più che positive. Inoltre, il basso volume di scambi che si è protratto per tutta la durata della quotazione e il prezzo stagnante ha consentito a Howden di acquisire i titoli a un prezzo probabilmente inferiore al loro valore intrinseco: questa operazione di acquisizione, conclusasi attraverso l'esercizio del diritto di acquisto da parte dell'offerente, si è trattata di un'occasione per gli azionisti di liquidare il loro investimento; di conseguenza, Howden ha avuto il potere contrattuale di offrire un prezzo che, pur incorporando un premio implicito rispetto alla quotazione dei titoli, si è mantenuto al di sotto del valore di acquisizione delle azioni e, in particolare, più vicino al valore stand alone delle stesse.

Un altro esempio che è possibile considerare è quello dell'operazione intervenuta tra Cerved Group SpA e Castor Bidco SpA (controllata indirettamente da Ion Group). La società acquisita, infatti, aveva, tra il 2018 e il 2019, effettuato alcune importanti acquisizioni, le quali sono state lo sviluppo di una pianificata aggressiva strategia di crescita per via esterna; nel precedente capitolo, inoltre, si era spiegato come la notizia di tali operazioni straordinarie non avesse convinto gli investitori, che avevano reagito in maniera non positiva all'annuncio dell'effettuazione delle acquisizioni. Anche in questa situazione, si può presumere che la società abbia iniziato a considerare l'idea del delisting dai mercati finanziari in modo da poter porre in essere le proprie strategie di crescita in maniera più agevole e, al contempo, senza che le azioni perdessero valore (o comunque non ne guadagnassero) a causa della visione troppo ristretta degli azionisti provenienti dal mercato finanziario. Inoltre, Cerved ha voluto sfruttare gli effetti benefici che sarebbero derivati dall'incorporazione all'interno del gruppo Ion, come è stato possibile leggere all'interno del documento di offerta. Nonostante le motivazioni riguardanti la difficoltà di accettazione delle operazioni di Cerved, che l'hanno spinta a effettuare una *business combination* insieme con Ion, gli azionisti hanno fatto pressione sul prezzo offerto inizialmente da Ion, pari a €9,50 (il quale, ad ogni modo, incorporava già un ottimo premio implicito rispetto alla quotazione dei mesi precedenti), facendolo innalzare a un livello pari a €10,20; questo, probabilmente, è dovuto al fatto che essi hanno compreso

l'importanza strategica di questa ultima operazione presente nei piani della loro società, nonché l'esistenza delle sinergie derivanti dalla gestione congiunta, chiedendo quindi all'offerente di riconoscere loro un prezzo maggiore per i loro titoli, il quale ha accettato per evitare che l'acquisizione, importante sia per esso che per Cerved, non andasse a buon fine per effetto di un livello di adesioni complessivamente insufficiente (o comunque non soddisfacente)²⁰⁵. Si può quindi comprendere come, in questo caso, il prezzo di offerta è stato tendente verso il valore di acquisizione delle azioni, incorporando esso anche il valore delle sinergie.

4.4 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO LEGATA A SOTTOVALUTAZIONI DEL PREZZO

L'ultima motivazione di effettuazione di un'offerta pubblica di acquisto che verrà analizzata in questo capitolo è data dalle sottovalutazioni o sopravvalutazioni che derivano da uno scostamento tra il prezzo di quotazione dell'ipotetica società presa in considerazione e il valore intrinseco delle sue azioni, il quale a sua volta è determinato dalla presenza di inefficienze legate al funzionamento del mercato finanziario in cui l'impresa stessa è quotata. In un mercato finanziario perfettamente efficiente, infatti, la situazione che si dovrebbe osservare è il perfetto allineamento tra quello che è il prezzo di quotazione dei titoli e il loro valore intrinseco: all'interno di questo mercato utopico, per l'appunto, tutti gli investitori (facenti parte della categoria di persone cosiddetta "razionale") avrebbero a loro disposizione tutte le informazioni esistenti; come corollario di quanto appena detto, inoltre, il prezzo di tutti i titoli scambiati nella sede di negoziazione rifletterebero il relativo valore intrinseco²⁰⁶. Come, tuttavia, si è potuto già comprendere, nei mercati finanziari reali sono presenti degli elementi che determinano delle inefficienze di funzionamento: in primo luogo, come più volte è stato illustrato, non tutte le informazioni possono, per le più disparate ragioni, essere conosciute da tutti i soggetti operanti nel mercato, realizzandosi in questo modo una prima inefficienza, motivata appunto dalle

²⁰⁵ L'interesse per la buona riuscita dell'operazione si può intuire anche osservando il periodo di validità dell'offerta, che è stato prolungato al 9 settembre 2021, quando inizialmente la data di chiusura dell'offerta era stata fissata al 5 agosto 2021.

²⁰⁶ Se, infatti, all'interno di un mercato un titolo fosse offerto a un certo prezzo, e in un altro mercato lo stesso strumento finanziario fosse scambiato a un prezzo più alto, gli investitori acquisterebbero il titolo nel primo mercato per rivenderlo al prezzo maggiore nel secondo, realizzando di fatto un arbitraggio. Queste variazioni nelle transazioni, ad ogni modo, colmerebbero le differenze presenti nella quotazione, in quanto un aumento della domanda nel primo mercato (a fronte della stessa offerta) farebbe aumentare il prezzo del titolo, mentre, nel secondo, un aumento dell'offerta a fronte della stessa domanda causerebbe un calo dello stesso; questa dinamica proseguirebbe fino a quando la differenza tra i due importi non venisse azzerata.

cosiddette asimmetrie informative. In secondo luogo, come è stato esposto precedentemente (§ 4.3.2), il fattore umano ha degli effetti sulla capacità dei soggetti di compiere decisioni pienamente razionali, anche in questo caso per i motivi più diversi, avendo come effetto quello di scelte non prese in maniera del tutto consapevole e oggettiva. La mancata conoscenza delle informazioni, unita con l'irrazionalità dell'investitore presente all'interno dei mercati finanziari, può avere come conseguenza una sottovalutazione oppure una sopravvalutazione dei titoli quotati.

Ora, nelle prossime e ultime righe dell'elaborato verrà illustrato il tema appena introdotto della sottovalutazione e della sopravvalutazione dei titoli quotati legate a inefficienze del mercato; a questo punto, si esplicherà come viene presa la decisione dell'impresa di ritirarsi dai mercati finanziari a seguito dell'andamento irrazionale del corso di borsa, comprendendo anche il modo in cui il prezzo di riacquisto delle azioni tramite l'OPA è probabilmente diverso dal valore intrinseco delle stesse. Infine, verrà analizzata brevemente una casistica particolare connessa a questi temi, ovvero i reati di insider trading e aggrottaggio connessi all'effettuazione di un'offerta pubblica di acquisto.

4.4.1 Inefficienze dei mercati finanziari e fasi di euforia e depressione

Come si è potuto comprendere, i mercati finanziari reali si differenziano da quelli conosciuti dalla teoria per la presenza di inefficienze di mercato, le quali sono legate tanto alla mancanza di informazioni, quanto al compimento di decisioni dettate da elementi di irrazionalità dei soggetti; si è anzi detto, e si può certamente ripetere, che questo secondo elemento può essere determinato in parte dal primo. Il fatto che l'essere umano sia caratterizzato da emotività lo rende più soggetto all'influenza dei bias cognitivi, di cui è stata effettuata un'illustrazione precedentemente (4.3.2): essi, in particolare, alterano la percezione della realtà osservata dall'investitore, il quale viene portato a compiere determinate scelte di impiego del proprio capitale finanziario a causa dell'influenza di diversi fattori. Un primo elemento che ha la facoltà di indirizzare gli investitori verso un titolo finanziario o un altro è la percezione alterata della rischiosità del titolo: come illustrato nei precedenti paragrafi, infatti, diversi elementi possono influire sulla capacità del soggetto di valutare in maniera corretta la volatilità di un investimento. Un secondo elemento che può portare a scelte altamente inconsapevoli è la presenza di luoghi comuni: spesso, infatti, un soggetto può decidere di effettuare un'operazione su un certo strumento finanziario solamente perché gli sono giunte voci riguardanti quello stesso titolo, oppure perché altri investitori hanno effettuato operazioni simili, oppure perché il

soggetto ha sentito notizie riguardanti quell'attività finanziaria, oppure ancora perché l'opinione pubblica generale è rivolta verso un determinato insieme di società piuttosto che verso un altro. Un terzo elemento che, infine, può portare al compimento di scelte errate (o, quanto meno, non pienamente e correttamente ponderate) è la semplice conoscenza o meno dello strumento finanziario in questione: se il soggetto è convinto di avere compreso appieno il titolo, di aver compreso le dinamiche e gli elementi (quali scelte aziendali, situazioni di crisi interna, il livello di redditività) che hanno portato a un determinato andamento passato, di aver compreso la probabile (o possibile) evoluzione futura del corso di borsa, allora prenderà una certa decisione; tuttavia, tale livello di conoscenza può essere solamente percepito, in quanto può essere alterato da qualche tipologia di bias cognitivo, cosicché la comprensione (e quindi la consapevolezza dell'investimento) sia solo fittizia.

L'effetto che l'irrazionalità dei soggetti presenti all'interno dei mercati finanziari ha sull'efficienza degli stessi, tuttavia, viene amplificato dalla situazione macroeconomica di riferimento e, in particolare, dalla fase in cui si trova il sistema economico, ovvero in fase di espansione ovvero in fase di recessione. Potendo scendere maggiormente nei dettagli, nelle fasi di espansione dell'economia i mercati finanziari vengono guidati dall'effettivo miglioramento delle performance delle società quotate, come anche da una usuale situazione di tassi di interesse bassi (utili per stimolare la crescita economica del tessuto imprenditoriale). Ulteriore elemento importante è anche la maggior liquidità tendenzialmente presente all'interno del sistema economico stesso: in particolare, l'abbassamento dei tassi di interesse genera una maggiore convenienza nella detenzione di moneta, la quale a un certo punto viene comunque investita (in quanto eccessiva rispetto alle necessità della popolazione); ecco, pertanto, che la maggiore liquidità presente all'interno dei mercati genera solitamente una maggiore quantità di scambi, il che porta a maggiori valori dell'indicatore turnover di borsa, il cui significato risiede in una diminuzione della volatilità dei titoli dovuta ai volumi (come, del resto, si è potuto ben osservare nel capitolo precedente). Oltre a questi elementi, i quali sono razionalmente spiegabili attraverso le regole delle scienze economiche, ve n'è un ulteriore legato al comportamento delle persone: quando il sistema economico è in fase di crescita, il rischio percepito si abbassa, in quanto si insinua nella mente dei diversi soggetti la convinzione che l'espansione del sistema economico continuerà; la conseguenza di tale mentalità è una sopravvalutazione delle aspettative di crescita delle società (tra cui vi figurano anche quelle quotate), la quale porta a una stima troppo alta del valore aziendale, la quale, a sua volta, comporta un generale innalzamento dei prezzi di borsa. In ultima battuta, nelle fasi di espansione del ciclo economico si può assistere alla creazione delle cosiddette bolle speculative, ovvero all'aumento rapido dei

prezzi di borsa, i quali non sono, di fatto, giustificati da un corrispondente aumento delle performance delle aziende emittenti; la creazione di questo fenomeno si può ritenere tanto più probabile quanto più accentuata è la fase di crescita dell'economia.

Ciò che accade nelle fasi di recessione è diametralmente opposto: quando l'economia rallenta, oppure indietreggia, le performance del sistema imprenditoriale subiscono un calo, a cui segue solitamente anche una diminuzione dei salari (dovuta, appunto, alla minor manodopera richiesta per soddisfare le ridotte richieste produttive). Il primo elemento ha l'effetto di far peggiorare i prezzi dei titoli presenti nella borsa in due modi: innanzitutto si assiste a una diminuzione del valore delle società (tra cui, ovviamente, quelle quotate) a causa delle minori capacità attuali e prospettive di generare ricchezza; in secondo luogo, si assiste a un peggioramento delle aspettative di crescita delle società, elemento che, come ben si è potuto comprendere all'interno del capitolo 2 (§ 2.3), contribuisce in modo non irrilevante alla determinazione del valore aziendale. Il secondo elemento, invece, ha l'effetto immediato di far diminuire la liquidità a disposizione delle famiglie per l'effettuazione di investimenti finanziari; questo, in maniera opposta rispetto al caso precedente, ha come conseguenza una minore liquidità presente nei mercati finanziari, che concorre a far diminuire gli scambi e, pertanto, a far aumentare la volatilità dei titoli a causa dell'ammontare dei volumi scambiati. Inoltre, anche in questo contesto si può osservare un effetto psicologico sugli operatori di mercato: quando l'economia è in calo, infatti, il pensiero che si diffonde è che tale situazione sarà difficile da superare; questa mentalità ha l'effetto di amplificare gli effetti negativi della recessione, cosicché, in ultima battuta, i titoli quotati all'interno dei mercati possano risultare sottovalutati rispetto agli effettivi fondamentali.

4.4.2 L'offerta pubblica di acquisto in un contesto di sottovalutazione o sopravvalutazione del titolo

Aver compreso il modo in cui gli operatori di mercato tendono a comportarsi durante le fasi di espansione e di recessione del ciclo economico, in particolare come tendono a esagerare le aspettative di crescita nel primo caso e come sono propensi a ridurle eccessivamente nel secondo caso, aiuta a spiegare i motivi per i quali i titoli di una società quotata possono essere sottovalutati oppure sopravvalutati al variare delle condizioni macroeconomiche. Ad ogni modo, il prezzo di uno strumento finanziario può andare alla deriva oppure decollare anche per motivi diversi dalla semplice fase in cui si trova l'economia di un paese; in particolar modo, il prezzo può subire variazioni importanti anche a causa dell'interesse e dell'importanza che esiste

intorno al settore di riferimento della società: ad esempio, le maggiori società del settore tecnologico quotate all'interno dei mercati finanziari degli Stati Uniti (come Apple, Meta oppure Amazon) hanno goduto, negli ultimi anni, di un costante (o quasi) aumento delle performance dei propri titoli, il quale è stato dovuto agli sviluppi del mondo della tecnologia di tale periodo di riferimento. Inoltre, una società potrebbe andare incontro a una deriva dei prezzi a seguito del declino dei volumi: è possibile, infatti, che gli scambi che avvengono all'interno della sede di negoziazione diminuiscano senza un apparente motivo, come se lo strumento finanziario stesse "passando di moda"; in conseguenza della diminuzione di volume, si assiste a un progressivo calo del prezzo proprio per il fatto che, diventando il titolo progressivamente illiquido, gli investitori che lo detengono vogliono cederlo, accettando man mano un prezzo sempre minore pur di liquidarlo, con l'ultima conseguenza di una sottovalutazione dello strumento stesso.

A fronte degli elementi appena indicati, se il prezzo delle azioni in circolazione di una società si discosta troppo dal loro valore intrinseco, sia in termini di sottovalutazione sia in termini di sopravvalutazione, potrebbero porsi in essere alcune incertezze all'interno dei componenti degli organi di governo dell'impresa: un'insicurezza legata al possibile andamento futuro dei titoli quotati, infatti, potrebbe compromettere la solidità e la sicurezza di alcuni piani futuri della società. Ad esempio, nel caso in cui le azioni quotate fossero sopravvalutate rispetto al valore intrinseco, la notizia di un piano di investimenti che avrà un impatto immediatamente negativo sul conto economico del bilancio societario (a fronte, comunque, dell'aumento della redditività futura derivante dal progetto stesso) potrebbe scatenare una corsa al ribasso del titolo, compromettendo il piano in corso di valutazione. Nel caso in cui, invece, il titolo fosse sottovalutato rispetto al proprio valore intrinseco, la società si troverebbe di fronte allo stesso problema, in quanto non sarebbe in grado, attraverso l'ipotetica emissione sul mercato finanziario di una certa quantità di azioni attraverso un'offerta pubblica di sottoscrizione, a raccogliere l'ammontare di capitale desiderato, proprio in ragione del fatto che, a fronte di un certo valore intrinseco degli strumenti finanziari, la loro emissione non consentirebbe una raccolta adeguata di capitali finanziari.

Si può comprendere come, in entrambe le situazioni, la società in questione si può chiedere se è conveniente rimanere all'interno dei mercati finanziari oppure se è opportuno effettuare il delisting attraverso un'offerta pubblica di acquisto lanciata sull'intero flottante. In questo secondo caso, nel momento in cui si parla di un'operazione di questo tipo, la società non può effettuare da sé il riacquisto dei propri titoli, in quanto arriverebbe a detenere, nel caso in cui il delisting fosse effettuato con successo, una quota di capitale sociale sotto forma di azioni

proprie superiore al limite consentito dall'art. 2357 del Codice Civile; pertanto, a meno che i singoli soci non vogliano farsi carico dell'onere finanziario connesso al riacquisto delle azioni, la società solitamente viene appoggiata da un operatore di *private equity* o, ad ogni modo, da una società terza che può essere interessata all'acquisizione di una tale partecipazione; essi, pertanto, si pongono come parte offerente di un'offerta pubblica di acquisto volta al delisting della società. Nel caso in cui l'entità acquirente fosse un operatore di *private equity*, esso dovrebbe valutare la convenienza nel riacquisto del flottante: è necessario comprendere, infatti, che questi soggetti sono soliti possedere un insieme di partecipazioni in società per valori totali molto alti; pertanto, l'acquisto anche della totalità delle azioni in circolazione di una società potrebbe generare solamente una piccola variazione del totale delle attività detenute dall'ipotetico fondo; inoltre, anche se il valore di detta partecipazione raddoppiasse, il reddito derivante da tale operazione costituirebbe, di nuovo, soltanto una piccola variazione percentuale del valore totale delle partecipazioni dell'ente. In talune situazioni, gli operatori di *private equity* non effettuano l'operazione e, in certi casi estremi, nemmeno una valutazione della fattibilità del progetto di investimento, in quanto il costo della stessa sarebbe di ammontare maggiore rispetto al ricavo totalmente conseguibile. Inoltre, solitamente gli operatori di *private equity* tendono ad acquisire una partecipazione particolarmente importante, che consenta loro di ottenere il controllo della società delistata: questo, però, non è sempre possibile, in quanto potrebbe darsi che il flottante presente all'interno del mercato finanziario non sia sufficiente a raggiungere tale scopo. Nel caso in cui, invece, l'organizzazione acquirente fosse una società, essa dovrebbe ricavare dall'acquisizione delle azioni quantomeno un utile da partecipazione sufficientemente alto, in modo da essere adeguato per il rischio assunto insieme con la proprietà dei titoli; inoltre, nel caso in cui il delisting dell'impresa comportasse anche l'assunzione del controllo da parte dell'offerente, quest'ultimo dovrebbe valutare la possibilità di estrarre delle sinergie operative e/o finanziarie dalla gestione congiunta dei due complessi aziendali.

Nella spiegazione di questa ultima motivazione che può spingere una società a effettuare il delisting dai mercati finanziari attraverso un accordo con un'organizzazione di *private equity* o con una seconda società, non è stato ancora menzionato il fatto che il prezzo di acquisto degli strumenti finanziari dell'emittente offerto attraverso l'OPA è, quasi sicuramente, diverso dal valore intrinseco degli stessi: questo è dovuto alla motivazione stessa per cui viene effettuata l'offerta pubblica di acquisto, ovvero la sottovalutazione del corso di borsa rispetto al valore intrinseco dei titoli. Tutto ciò appare abbastanza scontato, in quanto le due parti, conscie del fatto che il titolo è sottovalutato, hanno tutto l'interesse a proporre un prezzo dell'OPA inferiore

al valore intrinseco dello stesso, potendo così ottenere una plusvalenza “immediata” rispetto all’investimento effettuato.

Quanto detto in queste ultime righe può essere facilmente compreso osservando una delle operazioni analizzate nel precedente capitolo e ripresa nel corso degli scorsi paragrafi (§ 4.2), ovvero l’OPA lanciata da Sparkasse nei confronti delle azioni di Banca di Cividale. Nonostante *supra* l’operazione era stata menzionata per il fatto che l’offerente volesse conseguire una strategia di crescita per via esterna, nonché per effettuare un commento sul prezzo di riacquisto delle azioni, in questa sede si ritiene opportuno compiere una lettura dell’OPA da un altro punto di vista. Si è potuto osservare nel precedente capitolo, infatti, che i volumi scambiati all’interno del mercato finanziario di riferimento erano, di fatto, pari a zero (come si può, del resto, osservare all’interno dei Grafici 4 e 6 dell’Appendice I); questa immobilità, come si era già potuto comprendere durante l’analisi dell’operazione, aveva reso il mercato totalmente illiquido, con la conseguente impossibilità per gli azionisti di liquidare, nel caso lo desiderassero, il proprio investimento. La mancanza di operatori di borsa disposti ad acquistare i titoli (a fronte, però, della forte presenza di soggetti in posizione corta) ha fatto sì che il prezzo di scambio delle poche transazioni effettuate diminuisse in maniera costante, nonostante le performance di Banca di Cividale fossero sostanzialmente costanti o, comunque, non tali da giustificare una perenne discesa del corso di borsa; questa mancanza di volumi, pertanto, unita al grande squilibrio tra offerta e domanda, ha causato un grande problema di sottovalutazione del prezzo rispetto al valore intrinseco degli strumenti finanziari. Sparkasse, la quale era alla ricerca di un modo per poter compiere un percorso di crescita orizzontale e di sempre maggiore presenza all’interno del territorio del Triveneto, potendo osservare il mercato del titolo pressoché inesistente e le comunque buone performance di Civibank, ha deciso di promuovere un’OPA totalitaria sulle azioni di quest’ultima; essa, andata a buon fine, ha permesso così all’acquirente, nonostante l’ostilità del consiglio di amministrazione dell’acquisita, di porre in essere un importante e rapido passo in avanti nel suo percorso di crescita grazie alle sinergie instauratesi tra i due complessi aziendali, facendo al contempo un ottimo affare, posto che le azioni dell’emittente sono state acquisite a un prezzo sicuramente inferiore rispetto al loro valore intrinseco.

Potendo portare un secondo esempio, è possibile osservare l’operazione di acquisizione di Euro Cosmetic SpA effettuata da Fine Food SpA. Rifacendosi all’analisi effettuata all’interno del capitolo 3, infatti, si è osservata la pochezza dei volumi di scambio che si sono avuti per tutto il periodo, seppur breve, in cui la società è stata quotata all’interno dei mercati finanziari; nonostante sia stato appurato che il prezzo di borsa aveva avuto un andamento sostanzialmente

allineato con le performance aziendale e con le comunicazioni cosiddette *price sensitive*, è necessario dire che i movimenti dello stesso sono stati eccessivi rispetto a tali fattori proprio a causa dei bassi volumi di scambio, indice di un'eccessiva volatilità. I bassi volumi di scambio, oltre a determinare un aumento della rischiosità del titolo, costituiscono indizio di un basso interesse nei confronti dello stesso (come si è già potuto appurare nel paragrafo 3.6), il che ha come naturale conseguenza la nascita dell'ipotesi secondo il quale il titolo fosse sottovalutato: la bassa attrattività di uno strumento finanziario, infatti, determina una bassa domanda dello stesso; tuttavia, se l'offerta di titoli rimane maggiore della domanda, ciò che si crea è uno squilibrio tra le due che porta a una diminuzione del prezzo, a prescindere dalle performance aziendali attuali e prospettiche e dalle aspettative di crescita, quindi a prescindere dal valore intrinseco del titolo, creando così una situazione di sottovalutazione dello stesso. Nonostante la sottovalutazione delle azioni, tuttavia, per il controllo della società è stato contrattato un prezzo superiore rispetto al valore della quotazione delle azioni, probabilmente alla luce delle sinergie derivanti dall'acquisizione del controllo e alla luce della rilevanza all'interno dell'assemblea dei soci che ciascuna delle due partecipazioni avrebbe conferito all'acquirente.

4.4.3 (Segue) *Casistica particolare: L'OPA e i reati di insider trading e aggio*

Può esistere, pur trattandosi di una situazione di carattere estremo, il caso in cui una società tenga comportamenti associabili all'insider trading e all'aggio connessi all'effettuazione di un'offerta pubblica di acquisto. In particolare, l'insider trading è dato dall'abuso di informazioni di carattere privilegiato e non accessibili al pubblico; esso costituisce ipotesi di reato, secondo l'art. 108 del TUF, nel momento in cui le informazioni privilegiate vengono utilizzate, tra l'altro, per compiere operazioni di compravendita all'interno dei mercati finanziari oppure per fornire raccomandazioni riguardanti un possibile investimento²⁰⁷. L'aggio, invece, è un reato previsto dall'art. 501 del Codice Penale, il quale lo descrive come la pubblicazione di informazioni e notizie non vere al fine di "turbare il mercato interno dei valori o delle merci [...] ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato"²⁰⁸. Pur trattandosi di possibilità remote, è pertanto possibile che una società, le cui azioni sono chiaramente sottovalutate secondo i dati in possesso degli organi di governo, fornisca informazioni falsificate che giustificano in maniera fraudolenta questo minor valore o, comunque, non pubblici le informazioni *price sensitive* che consentirebbero al prezzo di

²⁰⁷ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria".

²⁰⁸ Regio Decreto 19 ottobre 1930, n. 1398, "Codice Penale".

aggiustarsi, ed effettuino un'offerta pubblica di acquisto in modo da ottenere un'immediata plusvalenza sull'acquisto dei titoli ai danni dei soci.

Come è stato possibile osservare in diverse delle operazioni analizzate all'interno del capitolo 3, nei periodi immediatamente precedenti alla comunicazione della volontà dell'offerente di lanciare l'offerta pubblica di acquisto i volumi avevano subito un brusco aumento e i prezzi avevano avuto importanti oscillazioni, tendenti solitamente al rialzo e, precisamente, verso il prezzo che sarebbe poi stato offerto per il riacquisto delle azioni. Questo comportamento del mercato *prima* della comunicazione ufficiale dell'OPA può essere stato dovuto alla divulgazione di tali informazioni, ancora private, a particolari soggetti, i quali hanno effettuato operazioni di compravendita degli strumenti finanziari in modo da garantirsi un guadagno speculativo importante a rischio praticamente nullo. Una situazione di questo tipo, che ha portato anche all'emanazione di diverse condanne, si è verificata nel 2015 in concomitanza con l'offerta pubblica di acquisto promossa dal gruppo tedesco HeidelbergCement nei confronti della società italiana Italcementi²⁰⁹.

Nonostante l'eventualità del compimento di un reato, per quanto riguarda i casi illustrati in questo elaborato, nonché per la generalità delle situazioni, è possibile dare un'ulteriore spiegazione: l'offerta pubblica di acquisto vede come protagoniste, solitamente, società di grandi dimensioni, che impiegano al loro interno un importante numero di persone; all'interno di queste realtà la conoscenza dell'imminente effettuazione dell'operazione è solita diffondersi, per cui non è da ritenere improbabile che alcuni di questi soggetti effettuino operazioni di acquisto delle azioni delle società coinvolte al fine di effettuare una speculazione, oppure comunichino in buona fede i piani futuri della loro società a conoscenti ovvero familiari. L'OPA, inoltre, coinvolge un gran numero di soggetti diversi dalle società, ovvero i consulenti dell'operazione, quali, ad esempio, banche, società di revisione, studi legali oppure studi professionali: anche tali organizzazioni operano grazie alla collaborazione di diverse persone, per cui le considerazioni appena fatte per le imprese offerente ed emittente possono valere benissimo anche per queste ultime.

²⁰⁹ Per maggiori approfondimenti si può consultare l'articolo de Il Sole 24 Ore sul sito web: <https://www.ilsole24ore.com/art/consob-punisce-l-insider-trading-sull-opa-italcementi-AE8hTaWG>.

CONCLUSIONI

Come anticipato all'interno dell'introduzione dell'elaborato, il fine ultimo dello stesso è stato quello di cercare di comprendere le ragioni giuridiche ed economiche che possono spingere una società quotata a rimuovere i propri titoli dalle sedi di negoziazione, nonché di comprendere le motivazioni che possono causare una discrepanza tra quello che è il prezzo proposto agli azionisti dell'emittente, in sede di offerta pubblica di acquisto, per i titoli da loro detenuti e il valore intrinseco degli stessi.

In particolare, all'interno del primo capitolo sono stati osservati, con un approccio generale, i mercati finanziari nel loro funzionamento e nella loro struttura, con il fine di calare l'elaborato all'interno di un contesto ben definito. Successivamente, è stata analizzata la disciplina italiana riguardante l'offerta pubblica di acquisto, la quale, pur essendo intricata in una certa misura, ha potuto aiutare a comprendere le ragioni giuridiche che guidano una società verso l'effettuazione di tale tipologia di operazione, oltre che la ratio della stessa: il legislatore, infatti, regola una qualsiasi disciplina con un intento ben preciso, il quale, in codesta situazione, si può riassumere nella volontà di tutelare gli azionisti di minoranza e nella volontà di impedire comportamenti opportunistici da parte del socio maggioritario (obiettivo che, in ultima battuta, si rifà comunque alla salvaguardia dei soci di minoranza). Le ragioni di tipo giuridico che stanno alla base dell'OPA volontaria, ma soprattutto dell'OPA obbligatoria, pertanto, si possono riassumere quindi nella ricerca della tutela dei soci di minoranza, i quali, altrimenti, assisterebbero a disparità di trattamento rispetto agli altri soci.

All'interno del secondo capitolo l'elaborato ha iniziato a concentrarsi sulle tematiche centrali, in particolare sulla questione del valore dell'impresa; innanzitutto, è stata effettuata una disamina dei metodi generalmente impiegabili dalle società per determinare il loro valore, che in ultima battuta equivale, come si ricorda, alla valorizzazione che si dà all'attivo patrimoniale. Successivamente, si sono voluti apprezzare i driver di valore, ovvero quegli elementi, quelle determinanti, che possono andare a influenzare il valore intrinseco della società; si è parlato, tra le altre cose, di flussi di cassa prospettici, di capacità di generare redditi, di tassi di attualizzazione, di rischio, e ha ricevuto un'attenzione particolare il tema delle aspettative di crescita, una componente molto importante del valore societario: si è compreso, infatti, che le aspettative di crescita dell'azienda (la quale si concretizza nell'aumento dei flussi di cassa generabili dalla gestione) costituiscono una parte rilevante che non si può assolutamente trascurare nel calcolo del valore. Queste attese, infatti, che si creano in parte nel

sistema economico e in parte all'interno dell'azienda stessa, giocano un ruolo fondamentale nella decisione di una o più società di intraprendere un'offerta pubblica di acquisto. Infine, dato che un'operazione di questo tipo comporta, solitamente, una crescita importante dei complessi aziendali coinvolti, si è proceduto a illustrare sommariamente il processo di crescita che coinvolge un'organizzazione, il quale si può concretizzare, si ricorda, per via interna oppure per via esterna. Dalla disamina di questi argomenti si è potuto comprendere che il valore di una società è dato da diversi elementi, che provengono sia dal contesto interno all'azienda stessa che anche, e non raramente, dall'ambiente macroeconomico esterno e dal settore in cui opera la società; questi driver, inoltre, si combinano tra loro e sono, di fatto, interdipendenti, per cui è importante mettere a sistema ciascuno di essi per poter comprendere appieno il valore della società, dato comunque, in ultima battuta, dalle sue capacità prospettica di remunerare adeguatamente i portatori di capitale di rischio, ovvero gli azionisti.

Con il terzo capitolo ci si è addentrati ancor di più all'interno delle tematiche centrali del lavoro e, in particolare, si è cercato di comprendere, analizzando diverse offerte pubbliche di acquisto avvenute in passato all'interno dei mercati finanziari italiani, le ragioni di carattere economico che possono spingere una società ad addentrarsi in questo tipo di operazione. Le evidenze che si sono raccolte (e che si possono in questa sede riassumere) mostrano come per la totalità dei casi i volumi di scambio fossero ridotti e, in alcuni casi, azzerati, tant'è che il turnover di borsa ha spesso e volentieri assunto valori bassi, inferiori allo zero; si è poi notato che l'andamento dei prezzi si è legato in alcuni casi alle performance aziendali, mentre in altre situazioni è dipeso dalla quantità di volumi scambiati: in questo secondo caso, il prezzo era collegato agli scambi quando i secondi erano esigui e, di conseguenza, influenzavano in maniera importante la volatilità dei primi. Si è infine notato che la gran parte delle operazioni è stata posta in essere per effettuare il delisting dell'emittente e per riuscire a conseguire strategie di crescita per via esterna. Un commento dedicato è necessario per il caso dell'offerta pubblica di acquisto effettuata da Cir SpA nei confronti delle sue stesse azioni: da quello che si è potuto comprendere, l'operazione è stata effettuata per fornire un sostegno al titolo e per dare liquidità al mercato nel caso in cui ci fossero stati problemi a livello di scambi non effettuati per mancanza di una controparte. Nel documento di offerta, inoltre, si può leggere come l'operazione sia stata posta in essere per avere all'interno del portafoglio una quantità di azioni che possa consentire alla società, in un non precisato futuro, di utilizzarle "secondo prassi già diffuse nel mercato". Nonostante questa mancanza di precisione nelle dichiarazioni, si può tuttavia leggere come l'operazione costituisse un modo per utilizzare la liquidità presente all'interno dei conti correnti aziendali e per effettuare, di fatto, un aumento del dividendo per

azione a beneficio degli azionisti non aderenti all'offerta; inoltre, è stato specificato che l'acquisto di azioni proprie "rappresenta un investimento che potrebbe rivalutarsi e creare maggior valore per la società". Potendo dare una lettura definitiva, nonostante queste motivazioni contenute all'interno del documento di offerta e tenuto conto dell'andamento del mercato prima e dopo l'effettuazione dell'offerta, secondo il parere di chi scrive la ragione principale alla base dell'OPA su azioni proprie è quella contenuta anche all'interno del capitolo 3, ovvero il mantenimento di un certo grado di liquidità all'interno del mercato e la stimolazione degli scambi.

Dalle conclusioni tratte nel terzo capitolo si è potuti giungere infine al capitolo 4, all'interno del quale sono state illustrate, secondo una metodologia di tipo teorico, le ragioni (prima dedotte attraverso la pratica) a causa delle quali una società può vedere la necessità di effettuare un'offerta pubblica di acquisto; in particolare, sono state individuate tre tipi di motivazione: innanzitutto, una società può effettuare un'OPA, amichevole oppure ostile che sia, sui titoli di una seconda per portare a compimento una propria strategia di crescita per via esterna. Questa è la ragione più diffusa per la quale un'operazione di questo tipo viene effettuata, tant'è che all'interno del capitolo 3 essa è emersa in quasi tutti i casi analizzati. La seconda motivazione che si è potuta trarre dal terzo capitolo e che si è approfondita in modo teorico all'interno dell'ultimo è l'incompatibilità dei mercati finanziari con i piani di crescita della società: se un'impresa, infatti, ha intenzione di mettere in atto una strategia di sviluppo che è considerata, anche erroneamente a causa del comportamento umano, troppo rischiosa dai mercati, essi tenderanno a mantenere il prezzo basso, non riconoscendo le potenzialità (e, quindi, il valore) della crescita aziendale; in questa situazione, è possibile dedurre la presenza di una certa inefficienza dei mercati finanziari, in quanto si comprende come gli operatori di mercato non operino in modo razionale ma si facciano condizionare da elementi non oggettivi. La terza motivazione che si è potuta carpire dalle analisi effettuate nel terzo capitolo è la sottovalutazione dei titoli dovuta non a piani di crescita della società incompatibili con il mercato, bensì a inefficienze del mercato stesso in situazioni di espansione e recessione del sistema economico. In tali situazioni, le quali possono causare un discostamento eccessivo del prezzo dal valore intrinseco dei titoli quotati, può apparire opportuno per la società emittente effettuare un accordo con una seconda impresa oppure con un'organizzazione di private equity al fine di rimuovere tali titoli dai mercati finanziari, in modo che il suo patrimonio netto sia valorizzato in maniera adeguata.

All'interno del quarto capitolo, inoltre, si è proceduto a rispondere all'altro tema rilevante dell'elaborato, ovvero le differenze che possono sussistere tra il valore dei titoli di una società

e il prezzo che viene proposto dall'offerente in sede di offerta pubblica di acquisto. Ciò che si è potuto osservare è che, posti i limiti oggettivi del valore stand alone e del valore di acquisizione della società, i quali vengono determinati tramite la giusta ponderazione dei diversi driver di valore osservati all'interno del capitolo 2, la definizione del prezzo definitiva si opera innanzitutto sulla base del valore contrattuale di cui dispongono le due parti, ovvero il soggetto offerente che ha lanciato l'OPA e gli azionisti a cui essa è rivolta. In secondo luogo, la differenza tra prezzo offerto e valore intrinseco dei titoli può essere anche determinata dalla presenza di inefficienze di mercato, le quali sono anche le ragioni per cui la stessa OPA viene posta in essere, ovvero la presenza di incompatibilità tra mercato finanziario e piani di crescita aziendali e la sottovalutazione dei titoli causata dai mercati che reagiscono in misura non razionale alle fasi di espansione e recessione dell'economia. Chiaramente, queste conclusioni si sono potute verificare tramite l'analisi delle stesse operazioni utilizzate come esempi all'interno del capitolo 3.

In estrema conclusione, è possibile dire che un'impresa pone in essere un'offerta pubblica di acquisto come conseguenza di una propria decisione oppure nel momento in cui scatta l'obbligo preposto dalla legge; tuttavia, anche superamento di tale limite non avviene solitamente per caso, essendo l'OPA normalmente già nella volontà della società. L'operazione, in effetti, è usualmente motivata dalla presenza di una strategia di crescita esterna che la società vuole portare a compimento oppure dalla presenza di un mercato inefficiente, il quale non riconosce le potenzialità dei piani dell'impresa, considerati troppo aggressivi, oppure che sottovaluta il titolo per motivi che, evidentemente, sono dettati solamente dal cattivo funzionamento delle sedi di negoziazione.

APPENDICE I

All'interno di questa appendice vengono inseriti tutti i grafici e tutte le tabelle che sono state utilizzate all'interno del capitolo 3, oltre a una breve descrizione di ogni elemento inserito. Chiaramente, ai fini di una maggiore comprensione, gli elementi riportati sono suddivisi per società, poste in ordine alfabetico.

Si precisa che tutti i dati riportati ed elaborati sono stati scaricati dal Bloomberg Terminal.

DATI DI ASSITECA SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Assiteca SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

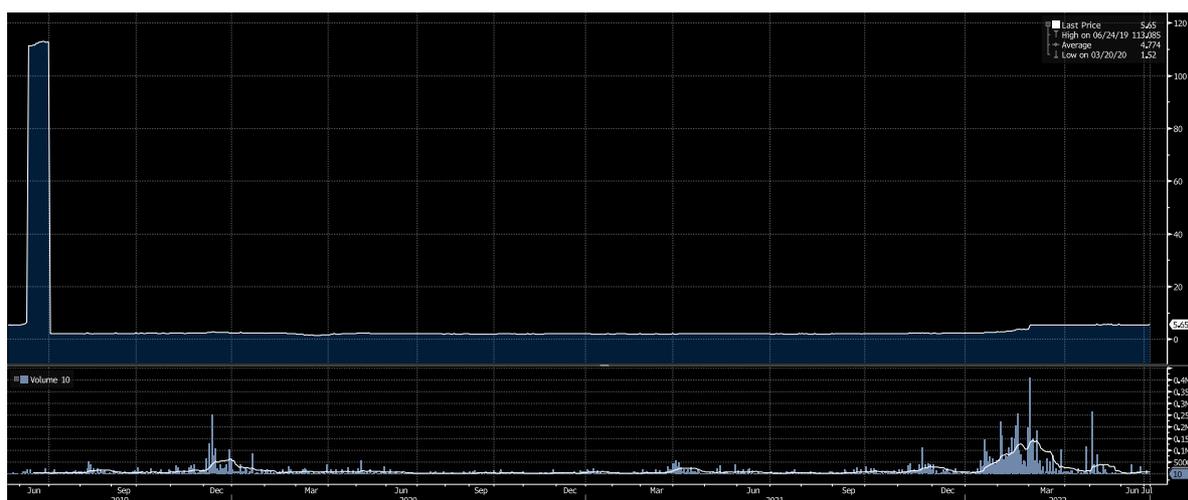


Grafico 1, Andamento prezzo e volumi di Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Assiteca SpA.

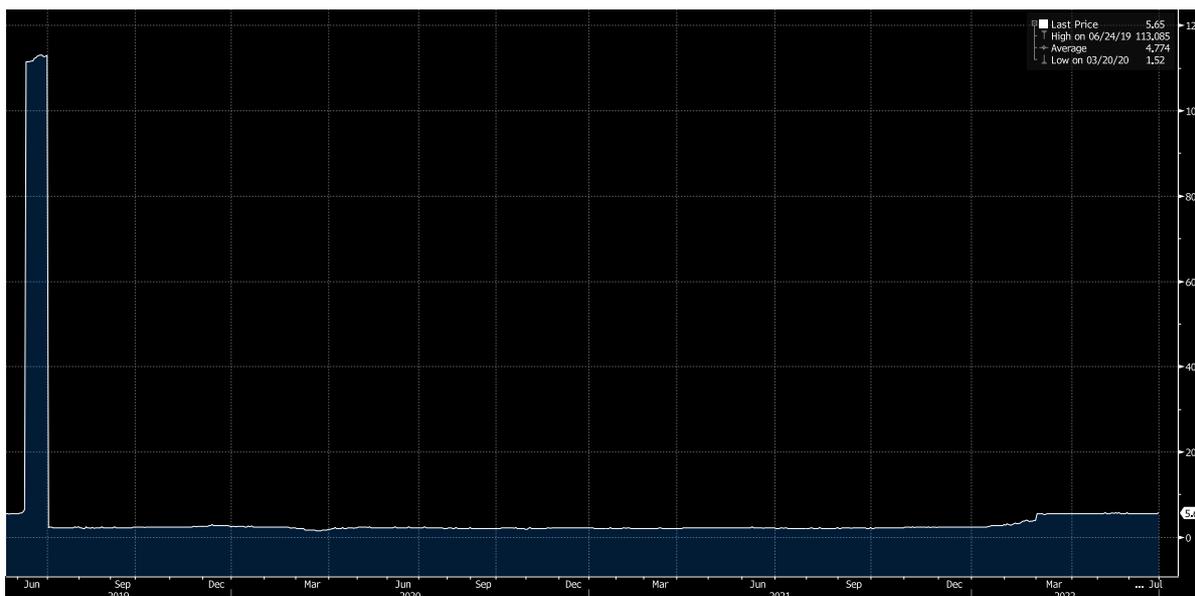


Grafico 2, Andamento prezzo di Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Assiteca SpA.

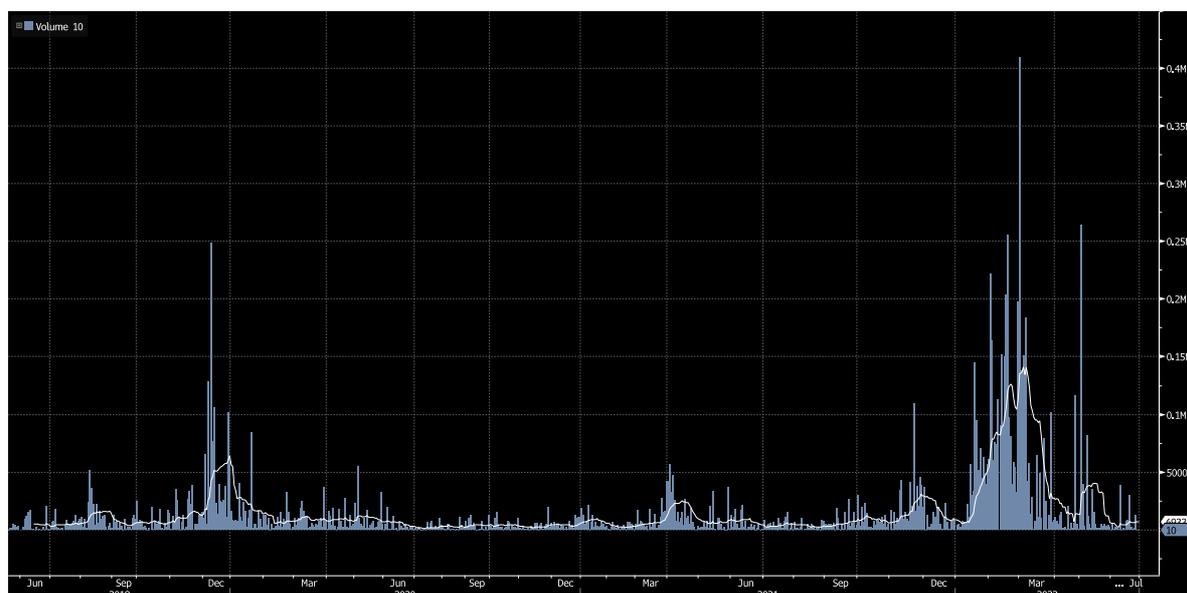


Grafico 3, Andamento volumi di Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Assiteca SpA. Per ciascun intervallo viene mostrata la variazione in termini assoluti e percentuali sia del prezzo che dei volumi.

Security **ASSIEUR EP Equity**
 Start Date 31/12/19 00:00
 End Date 31/12/21 00:00
 Period Y
 Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	VOLUME	Change	% Change
30/12/22	5,650 €	3,210 €	131,56%	5.350.000,00	3.170.000,00	145,41%
31/12/21	2,440 €	0,290 €	13,488%	2.175.299,00	719.258,00	49,398%
31/12/20	2,150 €	- 0,310 €	-12,602%	1.456.041,00	-576.861,00	-28,376%
31/12/19	2,460 €			2.032.902,00		

Figura 1, Dati relativi a prezzi e volumi Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo del turnover di borsa. Il turnover è il rapporto tra le voci della colonna “VOLUME” della figura precedente e il flottante e il totale delle azioni di questa figura.

Flottante (val. medio)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (val. medio)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
8.415.000,00	0,636	42.670.000,00	0,125
16.830.000,00	0,129	42.670.000,00	0,051
16.870.000,00	0,086	42.670.000,00	0,034
10.635.000,00	0,191	42.670.000,00	0,048

Figura 2, Dati relativi ai calcoli del turnover di borsa Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi scambiati. I dati nella colonna relativa alla volatilità del prezzo vengono calcolati come deviazione standard tra il prezzo della corrispondente riga e quello della riga inferiore. La covarianza tra prezzo e volumi viene calcolata utilizzando gli scarti dal prezzo e dai volumi medi. La deviazione standard dei prezzi e dei volumi viene invece calcolata, rispettivamente,

utilizzando tutti i dati relativi ai prezzi e ai volumi. Il coefficiente di correlazione, infine, viene determinato ponendo a rapporto la covarianza con il prodotto tra le due deviazioni standard.

Volatilità prezzo	Media prezzo	Scarti prezzo	Media volumi	Scarti volumi	Covarianza prezzo/vol	Dev. Std. Prezzo	Dev. Std. Vol	Coeff. Correlazione
2,270	3,175 €	2,475 €	2.753.560,50	2.596.439,50	2898812,7600	1,6561	1758672,7918	0,9953
0,205		- 0,735 €		-578261,5				
0,219		- 1,025 €		-1.297.519,50				
		- 0,715 €		-720.658,50				

Figura 3, Dati relativi ai calcoli della volatilità e dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi alla capitalizzazione e all'Enterprise value, nonché alcuni indici di redditività e un'indicazione sul cash flow prodotto dalla società. I dati sono espressi in milioni.

Assiteca SpA Internazionale Di Brokeraggio Assicurativo (ASSI IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2015 06/30/2015	FY 2016 06/30/2016	FY 2017 06/30/2017	FY 2018 06/30/2018	FY 2019 06/30/2019	FY 2020 06/30/2020	FY 2021 06/30/2021	Current/LTM 12/31/2021	FY 2022 Est 06/30/2022	FY 2023 Est 06/30/2023
Market Capitalization	—	41,9	65,3	89,9	74,5	95,2	91,3			
- Cash & Equivalents	24,5	5,7	7,0	9,7	6,9	8,7	21,0	33,5		
+ Preferred & Other	0,4	1,2	0,2	0,6	0,7	0,8	1,2	1,6		
+ Total Debt	25,6	23,7	30,0	34,5	35,4	28,2	49,3	54,3		
Enterprise Value	—	61,0	88,5	115,3	103,7	115,5	120,8			
Revenue, Adj	57,4	59,8	64,0	66,1	69,8	79,0	86,2	89,5	92,0	96,0
Growth %, YoY	—	4,2	7,2	3,3	5,6	13,1	9,1	7,3	6,8	4,3
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	7,7	8,4	8,7	9,6	10,6	14,7	16,8	18,6	19,0	20,0
Margin %	13,4	14,0	13,7	14,5	15,2	18,7	19,5	20,7	20,7	20,8
Net Income, Adj	3,2	3,6	4,2	4,9	5,5	5,7	7,2	8,6	7,0	8,0
Margin %	5,6	6,1	6,5	7,4	7,9	7,2	8,4	9,6	7,6	8,3
EPS, Adj	—	0,12	0,13	0,15	0,17	0,13	0,17	0,20	0,17	0,19
Growth %, YoY	—	—	14,6	12,1	12,2	-21,3	26,9		0,8	11,8
Cash from Operations	—	7,0	11,8	5,8	3,0	12,8	26,8	30,4		
Capital Expenditures	—	-0,6	-1,0	-0,7	-0,2	-15,6	-1,5	-2,4		
Free Cash Flow	—	6,4	10,8	5,1	2,8	-2,9	25,3	27,9		

Source: Bloomberg

Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 4, Analisi finanziaria Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

Assiteca SpA Internazionale Di Brokeraggio Assicurativo (ASSI IM) - Stock Value							
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2016 06/30/2016	FY 2017 06/30/2017	FY 2018 06/30/2018	FY 2019 06/30/2019	FY 2020 06/30/2020	FY 2021 06/30/2021	Current 05/03/2023
Last Price	1,35	2,00	2,75	2,28	2,23	2,14	5,65
Period-over-Period % Change	—	48,15	37,50	-17,09	-2,19	-4,04	
Open Price	1,85	1,35	2,02	2,81	2,26	2,23	5,65
High Price	1,99	2,69	3,40	2,90	3,00	2,32	5,65
Low Price	1,03	1,14	1,91	1,88	1,50	1,90	5,65
Market Capitalization	41,9	65,3	89,9	74,5	95,2	91,3	
Current Shares Outstanding	31,04	32,67	32,67	32,67	42,67	42,67	42,67
Equity Float	29,87	4,32	4,36	4,36	16,91	16,83	0,00

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 5, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Assiteca SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta infine una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti l'operazione che ha coinvolto Assiteca SpA.

Tabella 1, Riassunto risultati OPA Assiteca SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO ASSITECA SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 15 giugno al 5 luglio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (31/05/2022)	5,600 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (31/03/2022)	5,500 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (31/12/2021)	2,440 €
Prezzo di offerta	5,624 €
Prezzo minimo per legge	5,624 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	99,198%

DATI DI BANCA DI CIVIDALE SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Banca di Cividale SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

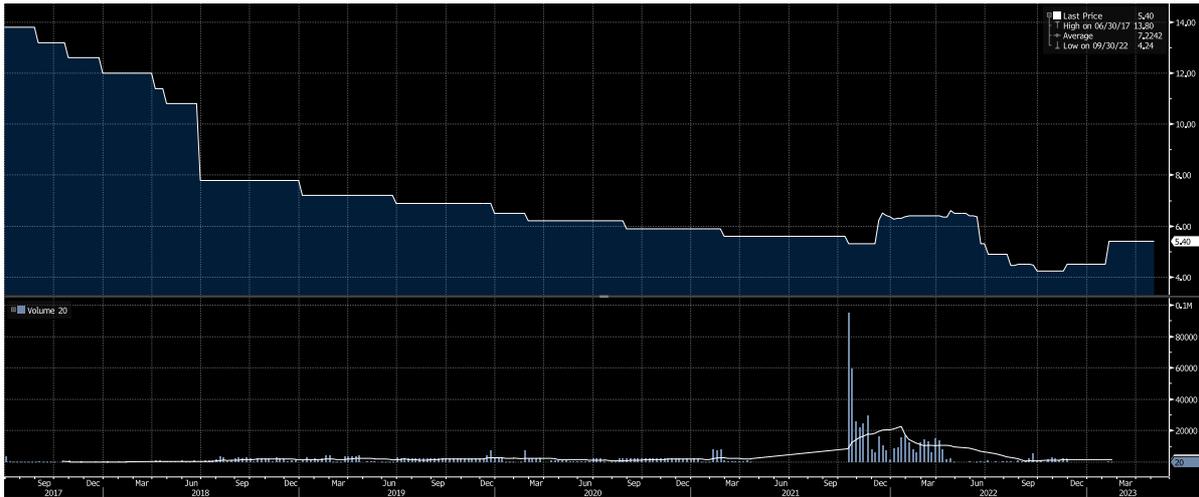


Grafico 4, Andamento prezzo e volumi di Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Banca di Cividale SpA.

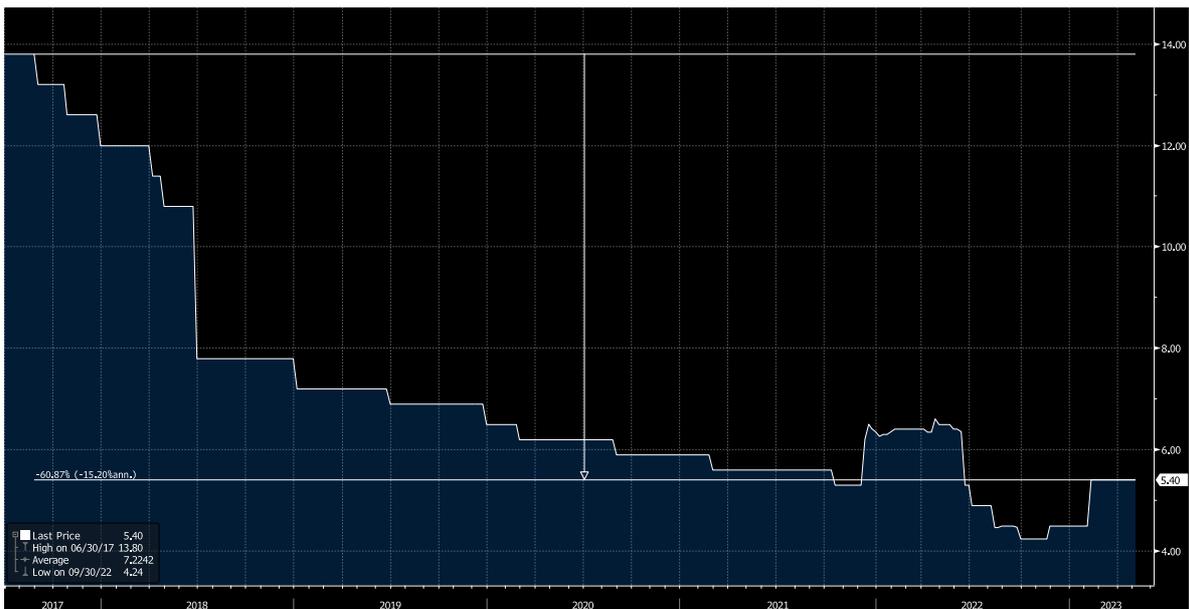


Grafico 5, Andamento prezzo di Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Banca di Cividale SpA.

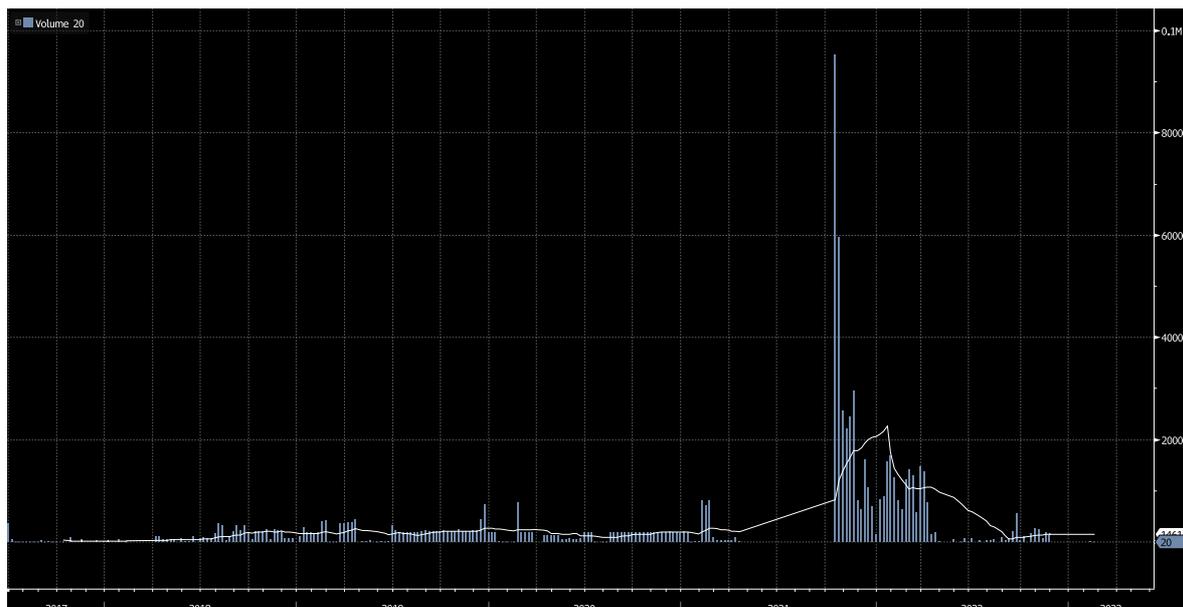


Grafico 6, Andamento volumi di Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Banca di Cividale SpA. Per ciascun intervallo viene mostrata la variazione in termini assoluti e percentuali sia del prezzo che dei volumi.

Security **BPC HM Equity**
 Start Date 31/12/18 00:00
 End Date 30/12/22 00:00
 Period Y
 Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	PX_VOLUME	Change	% Change
30/12/22	4,500 €	-1,85	-29,134%	186.373,00	-148.597,00	-44,361%
31/12/21	6,350 €	0,45	7,627%	334.970,00	260.297,00	348,582%
31/12/20	5,900 €	-0,6	-9,231%	74.673,00	-29.406,00	-28,254%
31/12/19	6,500 €	-1,3	-16,667%	104.079,00	54.191,00	108,625%
31/12/18	7,800 €			49.888,00		

Figura 6, Dati relativi a prezzi e volumi Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo del turnover di borsa. Il turnover è il rapporto tra le voci della colonna “VOLUME” della figura precedente e il flottante e il totale delle azioni di questa figura.

Flottante (val. medio)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (val. medio)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
16.970.000,00	0,0110	16.970.000,0000	0,0110
16.970.000,00	0,0197	16.970.000,0000	0,0197
16.970.000,00	0,0044	16.970.000,0000	0,0044
16.970.000,00	0,0061	16.970.000,0000	0,0061
16.970.000,00	0,0029	16.970.000,0000	0,0029

Figura 7, Dati relativi al calcolo del turnover di borsa Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi scambiati. I dati nella colonna relativa alla volatilità del prezzo vengono calcolati come deviazione standard tra il prezzo della corrispondente riga e quello della riga inferiore. La covarianza tra prezzo e volumi viene calcolata utilizzando gli scarti dal prezzo e dai volumi medi. La deviazione standard dei prezzi e dei volumi viene invece calcolata, rispettivamente, utilizzando tutti i dati relativi ai prezzi e ai volumi. Il coefficiente di correlazione, infine, viene determinato ponendo a rapporto la covarianza con il prodotto tra le due deviazioni standard.

Volatilità prezzo	Media prezzo	Scarti prezzo	Media volumi	Scarti volumi	Covarianza prezzo/vol	Dev. Std. Prezzo	Dev. Std. Vol	Coeff. Correlazione
1,30815	6,210 €	- 1,710 €	149.996,60	36.376,40	-46361,45750	1,18870	115479,65588	-0,33774
0,31820		0,140 €		184.973,40				
0,42426		- 0,310 €		-75.323,60				
0,91924		0,290 €		-45.917,60				
		1,590 €		-100.108,60				

Figura 8, Dati relativi ai calcoli della volatilità e dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi alla capitalizzazione e all'Enterprise value, nonché alcuni indici di redditività e un'indicazione sul cash flow prodotto dalla società. I dati sono espressi in milioni.

Banca Di Cividale SpA (BPC HM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Current/LTM
12 Months Ending	12/31/2013	12/31/2014	12/31/2015	12/31/2016	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	12/31/2021
Market Capitalization	—	—	—	—	203,0	131,5	108,8	98,2	105,7	91,6
Book Value of Equity	261,3	276,2	313,6	303,5	301,6	274,0	284,9	291,2	351,0	351,0
Total Deposits	1.710,9	1.901,4	2.095,4	2.373,0	2.489,7	2.509,2	2.700,7	3.078,5	3.297,2	3.297,2
Total Loans	3.321,3	3.045,0	3.030,1	2.976,3	3.556,7	3.491,7	3.959,2	3.947,8	4.251,5	4.251,5
Total Assets	5.097,3	4.228,8	4.168,0	4.271,4	3.903,9	3.879,4	4.337,8	4.961,1	5.506,6	5.506,6
Net Revenue, Adj	160,9	141,5	177,6	110,7	112,7	113,0	109,2	115,8	135,6	135,6
Growth %, YoY	18,4	-12,0	25,5	-37,7	1,8	0,3	-3,3	6,0	17,1	17,1
Prof Bef Prov, Adj	76,3	60,1	85,2	28,4	28,2	28,0	29,4	35,1	47,8	47,8
Margin %	47,4	42,5	48,0	25,7	25,0	24,8	26,9	30,3	35,3	35,3
Operating Income, Adj	-42,6	23,9	29,8	6,4	4,7	2,9	3,9	12,6	22,4	22,4
Margin %	-26,5	16,9	16,8	5,8	4,1	2,6	3,6	10,8	16,5	16,5
Net Income, Adj	-35,1	11,1	38,0	6,9	2,4	4,4	2,7	6,8	14,1	14,1
Margin %	-21,8	7,9	21,4	6,3	2,1	3,9	2,5	5,9	10,4	10,4
EPS, Adj	—	—	—	—	0,14	0,26	0,16	0,40	0,75	0,75
Growth %, YoY	—	—	—	—	—	83,7	-38,8	150,0	87,5	87,5
Tier 1 Common Eqty %	—	—	—	—	13,10	13,37	13,64	15,04	16,43	16,43
Tier 1 Capital Ratio %	8,37	10,04	—	—	13,10	13,37	13,64	15,00	16,40	16,40
Total Capital Ratio %	10,37	10,66	—	—	13,55	13,57	13,64	15,00	16,80	16,80

Source: Bloomberg [Right click to show data transparency \(not supported for all values\)](#)

Figura 9, Analisi finanziaria Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

Banca Di Cividale SpA (BPC HM) - Stock Value						
In Millions of EUR except Per Share	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Current
12 Months Ending	12/31/2017	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	05/03/2023
Last Price	12,00	7,80	6,50	5,90	6,35	5,40
Period-over-Period % Change	—	-35,00	-16,67	-9,23	7,63	—
Open Price	13,80	12,00	7,80	6,50	5,90	5,40
High Price	13,80	12,00	7,80	6,50	6,50	5,40
Low Price	12,00	7,80	6,50	5,90	5,30	5,40
Market Capitalization	203,0	131,5	108,8	98,2	105,7	91,6
Current Shares Outstanding	16,97	16,97	16,97	16,97	16,97	16,97
Equity Float	—	—	—	16,97	16,97	16,97

Source: Bloomberg [Right click to show data transparency \(not supported for all values\)](#)

Figura 10, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Banca di Cividale SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta infine una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti l'operazione che ha coinvolto Banca di Cividale SpA.

Tabella 2, Riassunto risultati OPA Banca di Cividale SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO BANCA DI CIVIDALE SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dall'8 aprile al 6 maggio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (31/03/2022)	6,400 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (31/12/2021)	6,350 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (30/09/2021)	5,600 €
Prezzo di offerta	6,500 €
Prezzo minimo per legge	5,370 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	75,643%

DATI CERVED GROUP SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Cerved Group SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

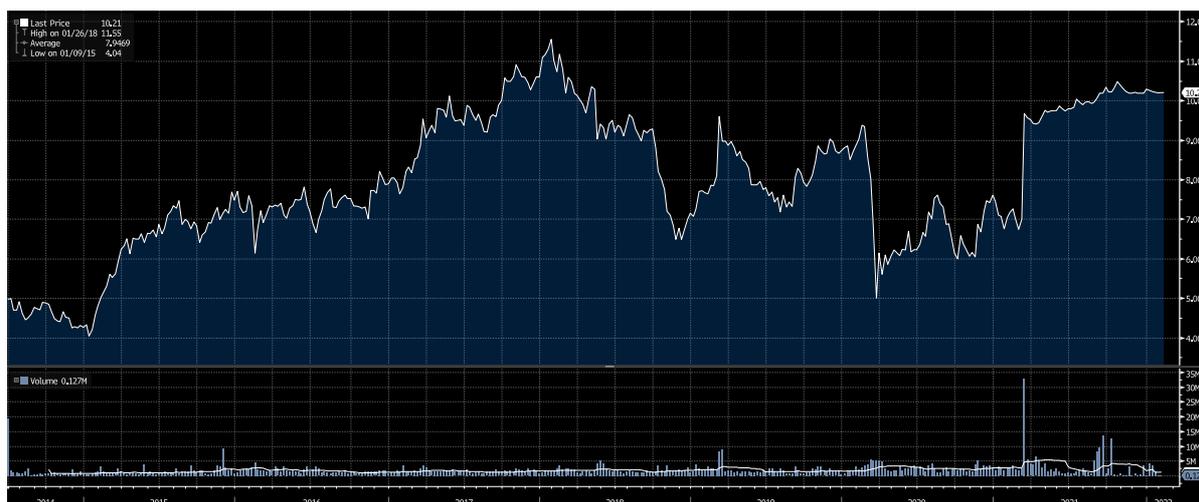


Grafico 7, Andamento prezzo e volumi di Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Cerved Group SpA.



Grafico 8, Andamento prezzo di Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Cerved Group SpA.

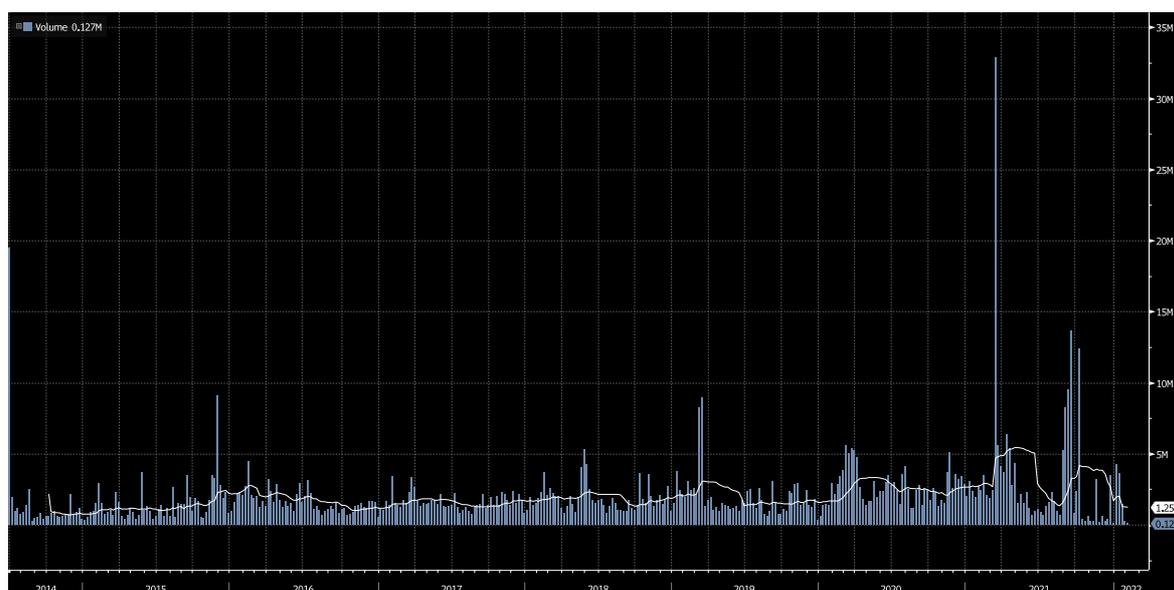


Grafico 9, Andamento volumi di Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Cerved Group SpA. Per ciascun intervallo viene mostrata la variazione in termini assoluti e percentuali sia del prezzo che dei volumi.

Security **CERV IM Equity**
 Start Date 29/12/17 00:00
 End Date 30/12/22 00:00
 Period Y
 Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	PX_VOLUME	Change	% Change
30/12/2022	10,21 €	-0,07	-0,681%	9.576.294,00	-161.222.569,00	-94,393%
31/12/2021	10,28 €	2,83	37,987%	170.798.863,00	28.840.140,00	20,316%
31/12/2020	7,45 €	-1,245	-14,319%	141.958.723,00	40.138.075,00	39,420%
31/12/2019	8,70 €	1,54	21,523%	101.820.648,00	4.387.368,00	4,503%
31/12/2018	7,16 €	-3,445	-32,500%	97.433.280,00	14.268.377,00	17,157%
29/12/2017	10,60 €			83.164.903,00		

Figura 11, Dati relativi a prezzi e volumi Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo del turnover di borsa. Il turnover è il rapporto tra le voci della colonna "VOLUME" della figura precedente e il flottante e il totale delle azioni di questa figura.

Flottante (valore medio)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (val. medio)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
195.280.000,00	0,73	195.280.000,00	0,73
195.280.000,00	0,52	195.280.000,00	0,52
195.140.000,00	0,50	195.280.000,00	0,50
195.000.000,00	0,43	195.000.000,00	0,43

Figura 12, Dati relativi al calcolo del turnover di borsa Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi scambiati. I dati nella colonna relativa alla volatilità del prezzo vengono calcolati come deviazione standard tra il prezzo della corrispondente riga e quello della riga inferiore. La covarianza tra prezzo e volumi viene calcolata utilizzando gli scarti dal prezzo e dai volumi

medi. La deviazione standard dei prezzi e dei volumi viene invece calcolata, rispettivamente, utilizzando tutti i dati relativi ai prezzi e ai volumi. Il coefficiente di correlazione, infine, viene determinato ponendo a rapporto la covarianza con il prodotto tra le due deviazioni standard.

Volatilità prezzo	Media prezzo	Scarti prezzo	Media volumi	Scarti volumi	Covarianza prezzo/vol	Dev. Std. Prezzo	Dev. Std. Vol	Coeff. Correlazione
0,04950	9,07 €	1,145 €	100.792.118,50	-91.215.824,50	-21378188,18500	1,51899	55206917,38550	-0,25493
2,00111		1,215 €		70.006.744,50				
0,88035		- 1,615 €		41.166.604,50				
1,08894		- 0,370 €		1.028.529,50				
2,43598		- 1,910 €		-3.358.838,50				
		1,535 €		-17.627.215,50				

Figura 13, Dati relativi ai calcoli della volatilità e dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi alla capitalizzazione e all'Enterprise value, nonché alcuni indici di redditività e un'indicazione sul cash flow prodotto dalla società. I dati sono espressi in milioni.

Cerved Group SpA (CERV IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	Current/LTM 09/30/2021	FY 2021 Est 12/31/2021	FY 2022 Est 12/31/2022
Market Capitalization	852,2	1.501,5	1.538,6	2.067,0	1.397,2	1.697,9	1.454,8			
- Cash & Equivalents	46,1	50,7	48,5	99,2	42,4	86,2	56,5	92,5		
+ Preferred & Other	5,6	7,5	7,1	7,5	10,6	33,9	21,4	15,3		
+ Total Debt	533,7	587,6	572,0	573,5	633,5	635,7	644,2	617,7		
Enterprise Value	1.345,3	2.045,9	2.069,1	2.548,7	1.998,8	2.281,3	2.063,9			
Revenue, Adj	331,3	353,5	377,0	394,1	457,2	519,3	485,0	496,5	520,0	539,7
Growth %, YoY	5,7	6,7	6,6	4,6	16,0	13,6	-6,6	-0,6	7,2	3,8
Gross Profit, Adj	—	—	—							
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	161,2	168,0	183,7	175,5	207,1	286,2	220,7	264,4	221,0	240,0
Margin %	48,7	47,5	48,7	44,5	45,3	55,1	45,5	53,2	42,5	44,5
Net Income, Adj	12,7	1,4	55,1	55,1	90,1	74,7	63,0	88,8	112,7	126,3
Margin %	3,8	0,4	14,6	14,0	19,7	14,4	13,0	17,9	21,7	23,4
EPS, Adj	0,11	0,01	0,28	0,28	0,47	0,38	0,32	0,45	0,57	0,62
Growth %, YoY	—	-90,5	2.498,6	-0,3	66,3	-18,0	-16,2		78,3	7,9
Cash from Operations	76,0	84,2	117,3	134,7	143,8	193,1	102,8	154,5		
Capital Expenditures	-3,8	-3,4	-8,2	-6,6	-5,6	-12,7	-4,7	-1,3	-50,4	-55,8
Free Cash Flow	72,2	80,7	109,1	128,1	138,2	180,4	98,2	151,7		

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 14, Analisi finanziaria Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

Cerved Group SpA (CERV IM) - Stock Value

In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020
Last Price	4,37	7,70	7,89	10,60	7,16	8,70	7,45
<i>Period-over-Period % Change</i>	—	76,20	2,47	34,35	-32,50	21,52	-14,32
Open Price	5,05	4,39	7,87	7,92	10,67	7,18	8,72
High Price	5,09	7,82	8,38	11,20	11,75	9,67	9,70
Low Price	4,12	4,01	6,07	7,52	6,38	6,93	4,75
Market Capitalization	852,2	1.501,5	1.538,6	2.067,0	1.397,2	1.697,9	1.454,8
Current Shares Outstanding	195,00	195,00	195,00	195,00	195,28	195,28	195,28
Equity Float	86,35	184,98	195,00	195,00	195,28	195,28	189,41

Source: Bloomberg

Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 15, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora questa tabella contenente diversi dati relativi ai prezzi e ai volumi di Cerved Group; in particolare, per quanto riguarda i prezzi, vengono rappresentati i prezzi di chiusura alla fine di ciascun mese del periodo preso in considerazione, con le relative variazioni in termini assoluti e percentuali. Per quanto riguarda i volumi, invece, ciò che viene rappresentato è il volume complessivo scambiato nei medesimi archi di tempo, insieme con le variazioni in termini assoluti e in termini percentuali.

Security **CERV IM Equity**
 Start Date 31/05/17 00:00
 End Date 31/01/22 00:00
 Period M
 Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	PX_VOLUME	Change	% Change
31/01/22	10,200 €	- 0,080 €	-0,778%	9.529.875,00	5.239.548,00	122,125%
31/12/21	10,280 €	0,080 €	0,784%	4.290.327,00	-98.008,00	-2,233%
30/11/21	10,200 €	- 0,180 €	-1,734%	4.388.335,00	-9.411.292,00	-68,200%
29/10/21	10,380 €	0,160 €	1,566%	13.799.627,00	-17.974.241,00	-56,569%
30/09/21	10,220 €	0,340 €	3,441%	31.773.868,00	20.515.970,00	182,236%
31/08/21	9,880 €	- 0,020 €	-0,202%	11.257.898,00	5.064.599,00	81,775%
30/07/21	9,900 €	0,100 €	1,020%	6.193.299,00	1.978.021,00	46,925%
30/06/21	9,800 €	- 0,030 €	-0,305%	4.215.278,00	-3.361.306,00	-44,364%
31/05/21	9,830 €	0,075 €	0,769%	7.576.584,00	-12.076.589,00	-61,449%
30/04/21	9,755 €	0,325 €	3,446%	19.653.173,00	-28.191.567,00	-58,923%
31/03/21	9,430 €	2,690 €	39,911%	47.844.740,00	38.113.630,00	391,668%
26/02/21	6,740 €	- 0,290 €	-4,125%	9.731.110,00	-343.514,00	-3,410%
29/01/21	7,030 €	- 0,420 €	-5,638%	10.074.624,00	-4.364.039,00	-30,225%
31/12/20	7,450 €	0,760 €	11,360%	14.438.663,00	1.095.294,00	8,209%
30/11/20	6,690 €	0,630 €	10,396%	13.343.369,00	4.925.243,00	58,508%
30/10/20	6,060 €	- 0,045 €	-0,737%	8.418.126,00	-1.640.229,00	-16,307%
30/09/20	6,105 €	- 1,040 €	-14,556%	10.058.355,00	2.582.639,00	34,547%
31/08/20	7,145 €	0,145 €	2,071%	7.475.716,00	-5.976.383,00	-44,427%
31/07/20	7,000 €	0,605 €	9,461%	13.452.099,00	854.879,00	6,786%
30/06/20	6,395 €	0,170 €	2,731%	12.597.220,00	3.585.143,00	39,782%
29/05/20	6,225 €	0,010 €	0,161%	9.012.077,00	-517.250,00	-5,428%
30/04/20	6,215 €	0,795 €	14,668%	9.529.327,00	-14.272.411,00	-59,964%
31/03/20	5,420 €	- 3,145 €	-36,719%	23.801.738,00	11.552.230,00	94,308%
28/02/20	8,565 €	- 0,290 €	-3,275%	12.249.508,00	4.666.983,00	61,549%
31/01/20	8,855 €	0,160 €	1,840%	7.582.525,00	2.708.638,00	55,574%

Figura 16, Andamento prezzo e volumi su base mensile Cerved Group SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta infine una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti le operazioni che hanno coinvolto Cerved Group SpA.

Tabella 3, Riassunto risultati operazioni Cerved Group SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO CERVED GROUP SPA

Periodo di adesione all'OPA	Dal 16 luglio al 5 agosto 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (18/06/2021)	9,730 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (16/04/2021)	9,435 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (15/01/2021)	7,075 €
Prezzo di offerta	9,500 €
Prezzo minimo per legge	6,640 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	78,900%

OBBLIGO D'ACQUISTO CERVED GROUP SPA

Periodo di adesione all'OPA	Dal 10 gennaio al 4 febbraio 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (10/12/2021)	10,200 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (08/10/2021)	10,230 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (09/07/2021)	9,835 €
Prezzo di offerta	10,200 €
Prezzo minimo per legge	10,200 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	Superiore al 95%

DATI DI CIR SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Cir SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

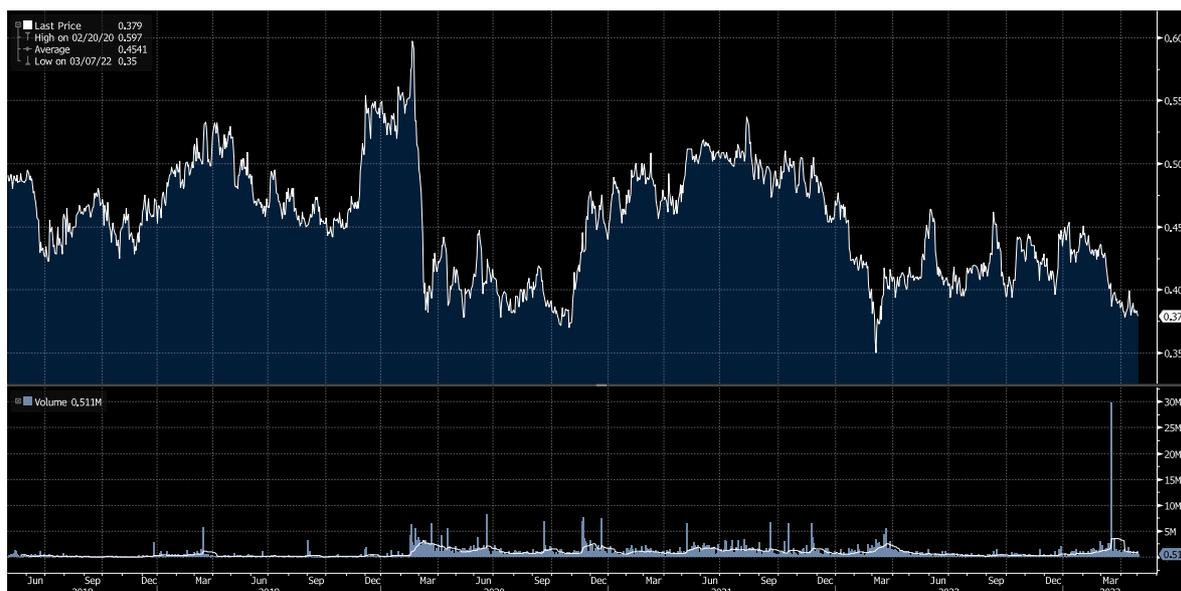


Grafico 10, Andamento prezzo e volumi di Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Cir SpA.

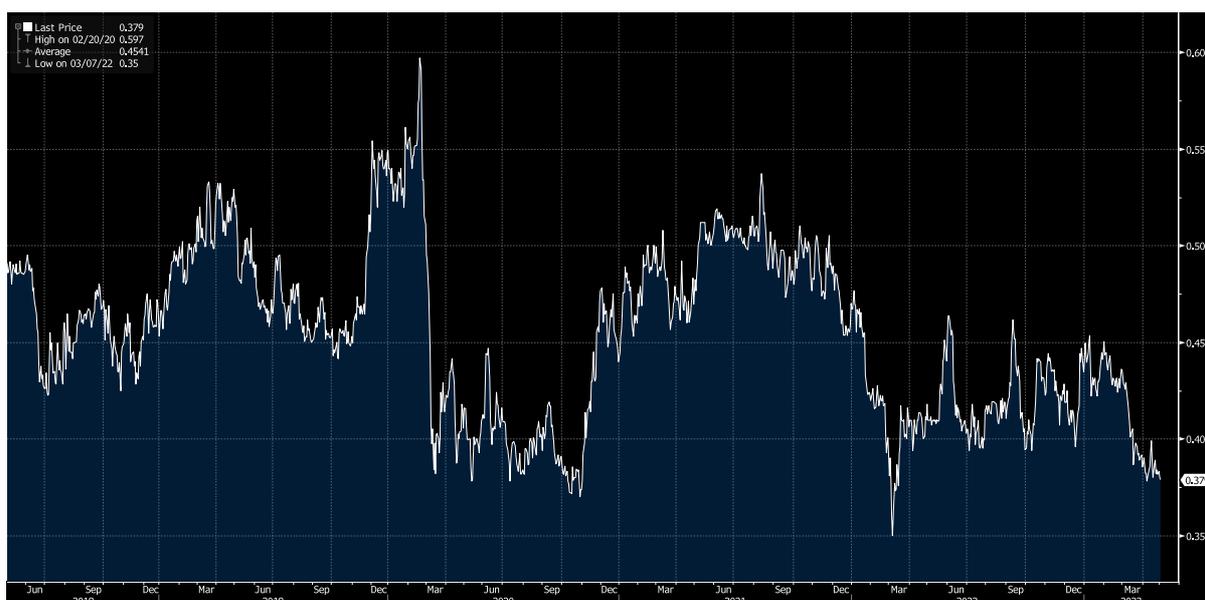


Grafico 11, Andamento prezzo di Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Cir SpA.

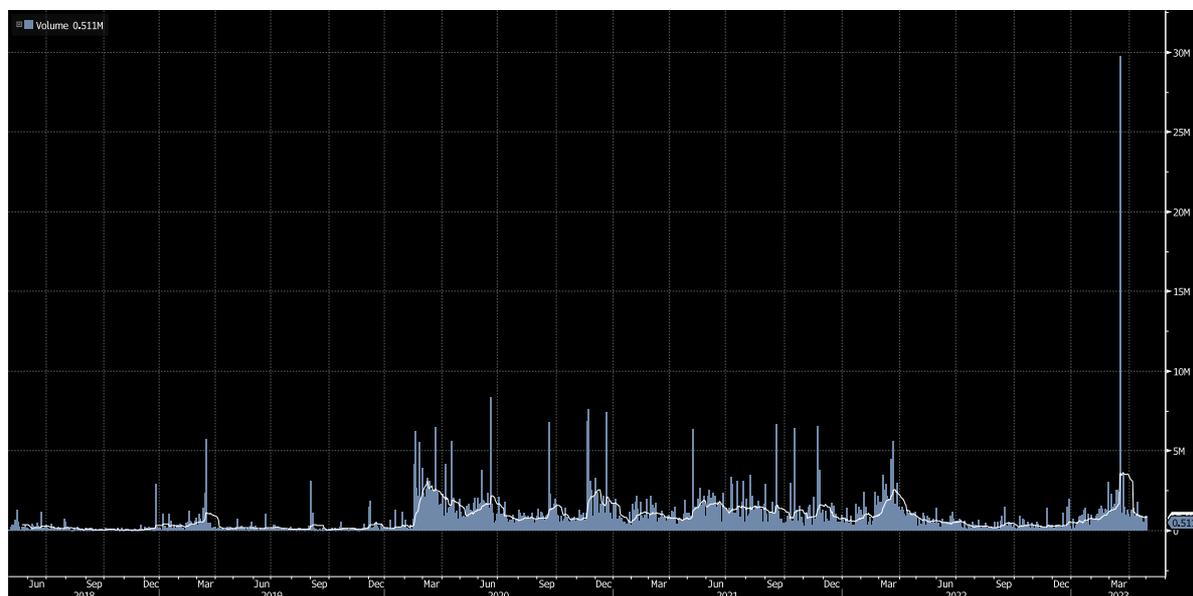


Grafico 12, Andamento volumi di Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Cir SpA. Per ciascun intervallo viene mostrata la variazione in termini assoluti e percentuali sia del prezzo che dei volumi.

Security **CIR IM Equity**

Start Date 31/12/18 00:00

End Date 30/12/22 00:00

Period Y

Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	PX_VOLUME	Change	% Change
30/12/22	0,435 €	- 0,036 €	-7,553%	171.320.005,00	-125.642.342,00	-42,309%
31/12/21	0,470 €	0,030 €	6,818%	296.962.347,00	-40.800.044,00	-12,080%
31/12/20	0,440 €	- 0,108 €	-19,708%	337.762.391,00	274.150.097,00	430,970%
31/12/19	0,548 €	0,085 €	18,231%	63.612.294,00	20.348.741,00	47,034%
31/12/18	0,464 €			43.263.553,00		

Figura 17, Dati relativi a prezzi e volumi Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo del turnover di borsa. Il turnover è il rapporto tra le voci della colonna “VOLUME” della figura precedente e il flottante e il totale delle azioni di questa figura.

Flottante (valori medi)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (val. medio)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
727.440.000,00	0,236	1.192.210.000,000	0,144
815.400.000,00	0,364	1.277.210.000,000	0,233
544.645.000,00	0,620	998.210.000,000	0,338
272.580.000,00	0,233	719.210.000,000	0,088
281.050.000,00	0,154	719.210.000,000	0,060

Figura 18, Dati relativi al calcolo del turnover di borsa Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi scambiati. I dati nella colonna relativa alla volatilità del prezzo vengono calcolati come deviazione standard tra il prezzo della corrispondente riga e quello della riga inferiore. La covarianza tra prezzo e volumi viene calcolata utilizzando gli scarti dal prezzo e dai volumi medi. La deviazione standard dei prezzi e dei volumi viene invece calcolata, rispettivamente,

utilizzando tutti i dati relativi ai prezzi e ai volumi. Il coefficiente di correlazione, infine, viene determinato ponendo a rapporto la covarianza con il prodotto tra le due deviazioni standard.

Volatilità prezzo	Media prezzo	Scarti prezzo	Media volumi	Scarti volumi	Covarianza prezzo/vol	Dev. Std. Prezzo	Dev. Std. Vol	Coeff. Correlazione
0,02510	0,471 €	- 0,037 €	182.584.118,00	-11.264.113,00	-3157422,69450	0,04550	133092139,75656	-0,52145
0,02121		- 0,001 €		114.378.229,00				
0,07637		- 0,031 €		155.178.273,00				
0,05975		0,077 €		-118.971.824,00				
		- 0,008 €		-139.320.565,00				

Figura 19, Dati relativi ai calcoli della volatilità e dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi alla capitalizzazione e all'Enterprise value, nonché alcuni indici di redditività e un'indicazione sul cash flow prodotto dalla società. I dati sono espressi in milioni.

CIR SpA-Compagnie Industriali (CIR IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	FY 2022 12/31/2022	Current/LTM 12/31/2022	FY 2023 Est 12/31/2023	FY 2024 Est 12/31/2024
Market Capitalization	274,0	405,3	298,6	379,2	550,1	515,9	470,4	420,2		
- Cash & Equivalents	718,4	635,1	608,4	691,1	844,8	704,1	605,8	605,8		
+ Preferred & Other	943,5	948,4	512,7	684,5	216,8	242,3	260,8	260,8		
+ Total Debt	830,5	880,9	869,3	1.760,0	1.676,7	1.566,8	1.502,7	1.502,7		
Enterprise Value	1.329,5	1.599,6	1.072,2	2.132,6	1.598,9	1.621,0	1.628,2	1.577,9		
Revenue, Adj	2.620,7	2.754,2	2.115,6	2.001,6	1.821,8	1.980,8	2.235,6	2.235,6	2.403,5	2.517,0
Growth %, YoY	3,0	5,1	-23,2	-5,4	-9,0	8,7	12,9	12,9	7,5	4,7
Gross Profit, Adj										
Margin %										
EBITDA, Adj	259,8	336,8	259,9	290,8	245,1	296,2	292,8		340,5	360,5
Margin %	9,9	12,2	12,3	14,5	13,5	15,0	13,1		14,2	14,3
Net Income, Adj	18,4	152,0	51,9	238,0	-46,2	21,6	2,1	2,1	31,4	42,4
Margin %	0,7	5,5	2,5	11,9	-2,5	1,1	0,1	0,1	1,3	1,7
EPS, Adj	0,03	0,21	0,08	0,37	-0,04	0,02	0,00	0,01	0,03	0,05
Growth %, YoY		736,9	-62,8	364,8			-89,4	-37,3	1.198,7	100,0
Cash from Operations	213,1	133,8	207,9	222,5	171,6	207,3	206,1			
Capital Expenditures	-123,9	-180,3	-167,6	-180,6	-128,8	-117,4	-135,3		-145,0	-150,0
Free Cash Flow	89,2	-46,5	40,3	42,0	42,8	89,9	70,8		129,5	

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 20, Analisi finanziaria Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

CIR SpA-Compagnie Industriali (CIR IM) - Stock Value										
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	FY 2022 12/31/2022	Current 05/03/2023
Last Price	0,43	0,42	0,38	0,58	0,46	0,55	0,44	0,47	0,43	0,38
Period-over-Period % Change	-22,79	-3,70	-8,41	51,97	-19,95	18,23	-19,71	6,82	-7,55	
Open Price	0,56	0,44	0,41	0,38	0,58	0,46	0,55	0,45	0,47	0,38
High Price	0,58	0,54	0,44	0,72	0,61	0,57	0,60	0,54	0,48	0,38
Low Price	0,35	0,39	0,31	0,38	0,42	0,43	0,36	0,44	0,34	0,38
Market Capitalization	310,7	299,2	274,0	405,3	298,6	379,2	550,1	515,9	470,4	420,2
Current Shares Outstanding	719,21	719,21	719,21	719,21	719,21	719,21	1.277,21	1.277,21	1.107,21	1.107,21
Equity Float	330,39	330,39	345,78	237,74	324,36	220,80	868,49	762,30	692,58	692,58

Source: Bloomberg

Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 21, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Cir SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta infine una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti l'operazione che ha coinvolto Cir SpA.

Tabella 4, Riassunto risultati OPA Cir SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO CIR SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 21 giugno al 29 luglio 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (21/05/2021)	0,501 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (19/03/2021)	0,471 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (18/12/2020)	0,475 €
Prezzo di offerta	0,510 €
Prezzo minimo per legge	0,433 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta (azioni proprie)	12,280%

DATI DI EURO COSMETIC SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Euro Cosmetic SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

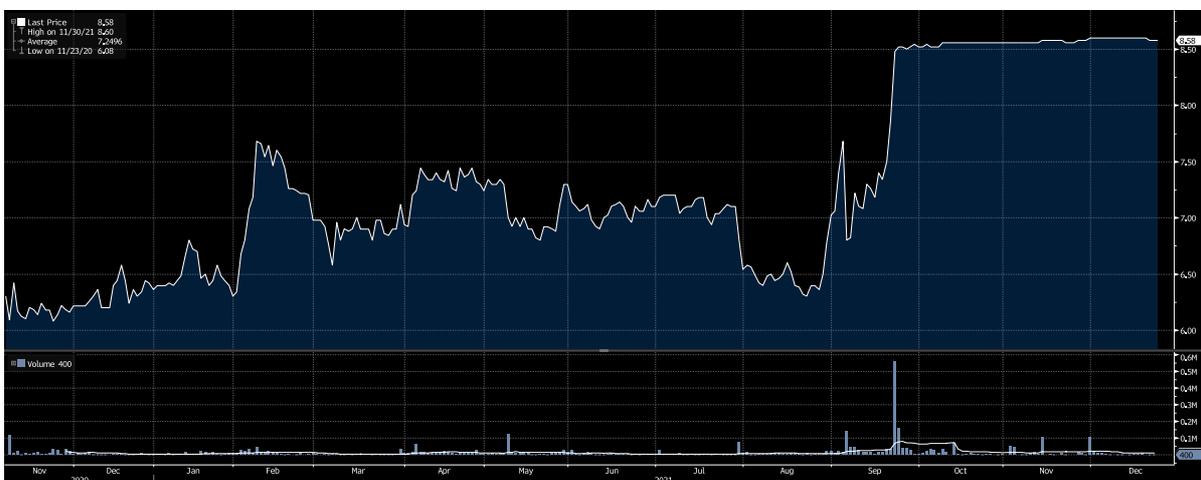


Grafico 13, Andamento prezzo e volumi di Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Euro Cosmetic SpA.



Grafico 14, Andamento prezzo di Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Euro Cosmetic SpA.

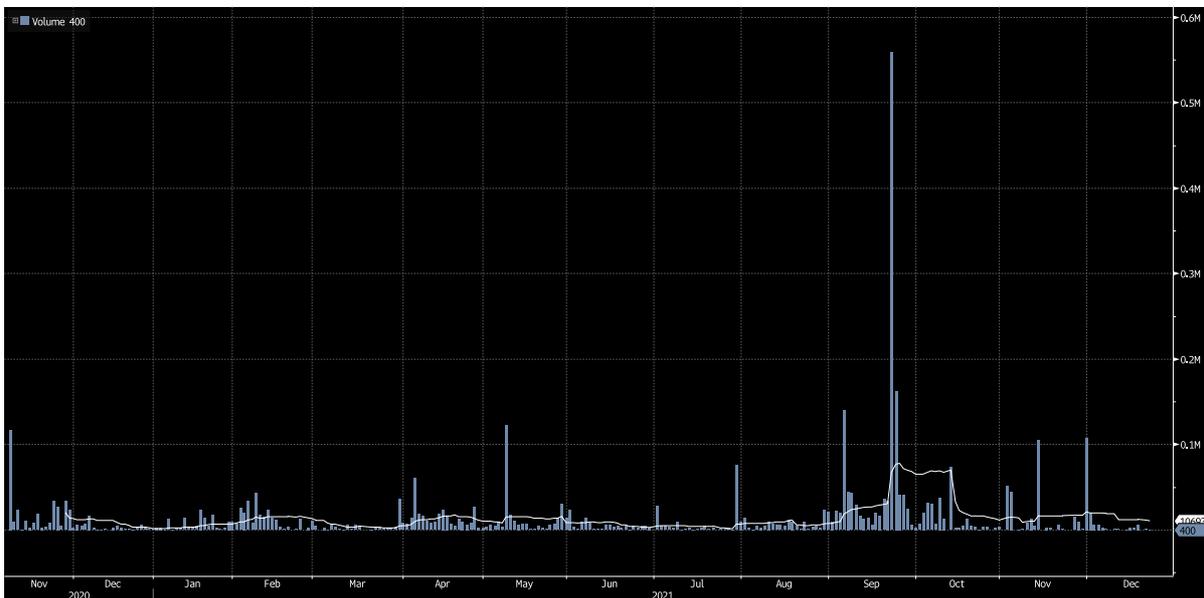


Grafico 15, Andamento volumi di Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Euro Cosmetic SpA, oltre ai calcoli del turnover di borsa; il turnover è il rapporto tra le voci della colonna “VOLUME” della figura precedente e il flottante e il totale

delle azioni di questa figura. In questa particolare situazione viene rappresentato solamente l'informativa relativa a un anno in quanto, come si può osservare nei precedenti grafici, il periodo in cui la società è rimasta all'interno della quotazione è di poco superiore all'anno.

Security **EC IM Equity**
 Start Date 31/12/20 00:00
 End Date 31/12/20 00:00
 Period Y
 Currency EUR

Date	PX_LAST	PX_VOLUME	Flottante (valori medi)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (valori medi)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
31/12/2020	6,360 €	386.800,00	4.760.000,00	0,08126	4.760.000,00	0,08126

Figura 22, Dati relativi ai prezzi, ai volumi e ai calcoli del turnover di borsa di Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

Euro Cosmetic SpA (EC IM) - Stock Value

In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2020 12/31/2020
Last Price	6,36
Open Price	6,00
High Price	6,78
Low Price	5,77
Market Capitalization	30,5
Current Shares Outstanding	4,76
Equity Float	4,76

Source: Bloomberg

Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 23, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Per questa azienda mancano i dati relativi al calcolo dell'Enterprise value, tuttavia possono essere inclusi dati relativi alla redditività della società.

Euro Cosmetic SpA (EC IM) - Profitability										
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2011 12/31/2011	FY 2012 12/31/2012	FY 2013 12/31/2013	FY 2014 12/31/2014	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020
Returns										
Return on Common Equity	—	—	—	—	—	—	—	—	16,57	22,68
Return on Assets	0,32	3,29	0,74	4,46	4,24	4,92	3,96	1,59	4,85	9,66
Return on Capital	—	—	—	—	—	—	—	—	8,08	14,73
Return on Invested Capital	—	—	—	—	—	—	—	2,98	7,91	14,11
Margins										
EBITDA Margin	—	—	—	—	—	—	—	10,62	12,68	18,12
Operating Margin	2,81	4,86	3,53	6,13	5,52	5,47	4,89	3,62	6,59	12,95
Incremental Operating Margin	21,65	18,96	-120,83	14,14	—	5,15	-11,16	-23,83	28,37	40,40
Pretax Margin	—	—	—	—	—	—	—	2,97	6,10	12,38
Income before XO Margin	—	—	—	—	—	—	—	1,62	4,61	9,24
Net Income Margin	0,22	1,98	0,51	2,61	3,02	3,41	3,13	1,62	4,61	9,24
Net Income to Common Margin	0,22	1,98	0,51	2,61	3,02	3,41	3,13	1,62	4,61	9,24
Additional										
Effective Tax Rate	—	—	—	—	—	—	—	45,37	24,35	25,35
Dvd Payout Ratio	—	—	—	—	—	—	—	0,00	0,00	0,00
Sustainable Growth Rate	—	—	—	—	—	—	—	—	16,57	22,68

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 24, Indici di redditività Euro Cosmetic SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta infine una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti l'operazione che ha coinvolto Euro Cosmetic SpA.

Tabella 5, Riassunto risultati OPA Euro Cosmetic SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO EURO COSMETIC SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 29 novembre al 17 dicembre 2021
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (29/10/2021)	8,560 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (27/08/2021)	6,500 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (28/05/2021)	7,300 €
Prezzo di offerta	8,600 €
Prezzo minimo per legge	8,130 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	99,395%

DATI DI PITECO SPA

Innanzitutto si riporta il grafico che mostra l'andamento storico delle azioni di Piteco SpA, oltre ai relativi volumi di scambio.

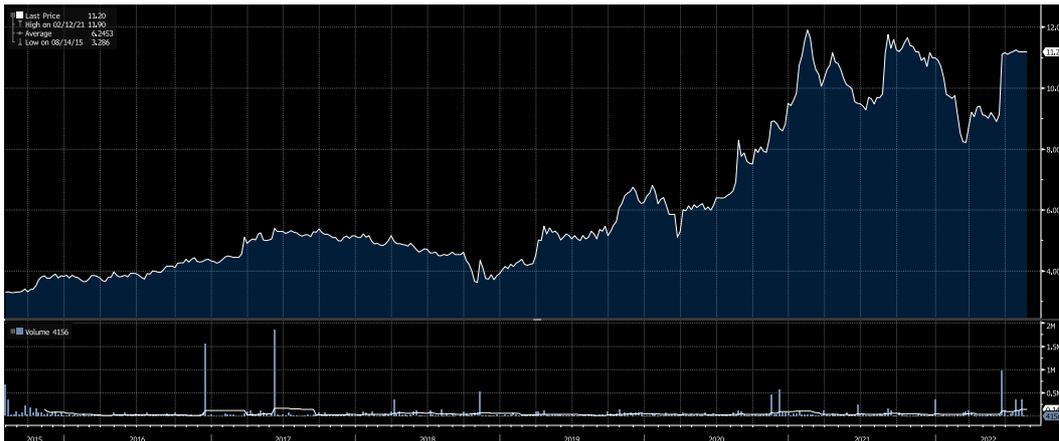


Grafico 16, Andamento prezzo e volumi di Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo al solo prezzo delle azioni di Piteco SpA.

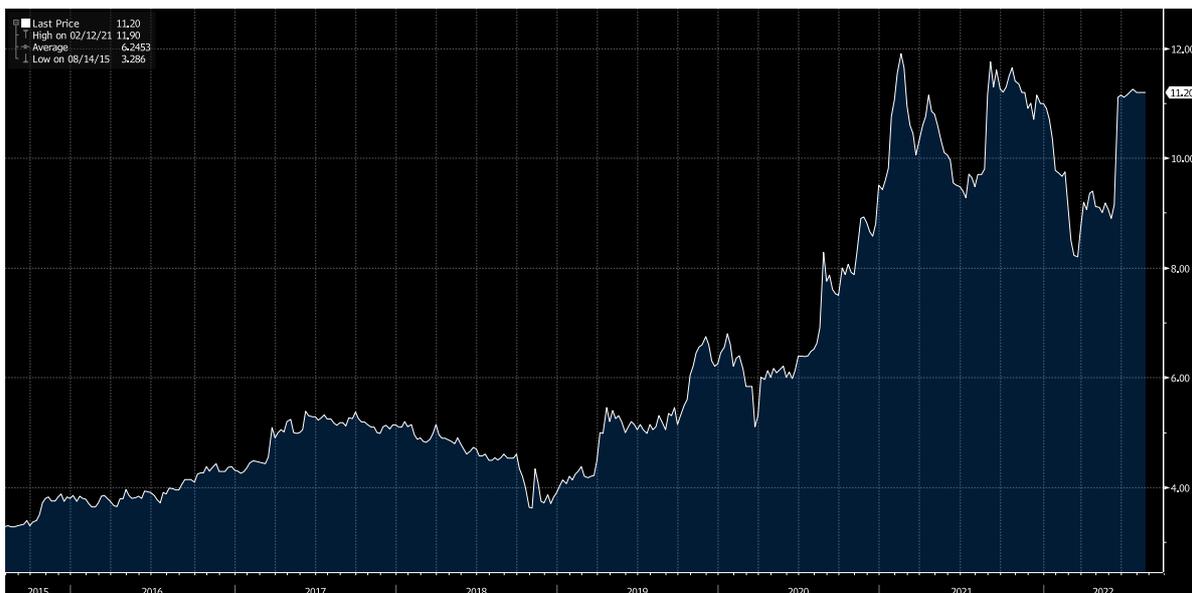


Grafico 17, Andamento prezzo di Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta ora il grafico relativo ai soli volumi delle azioni di Piteco SpA.

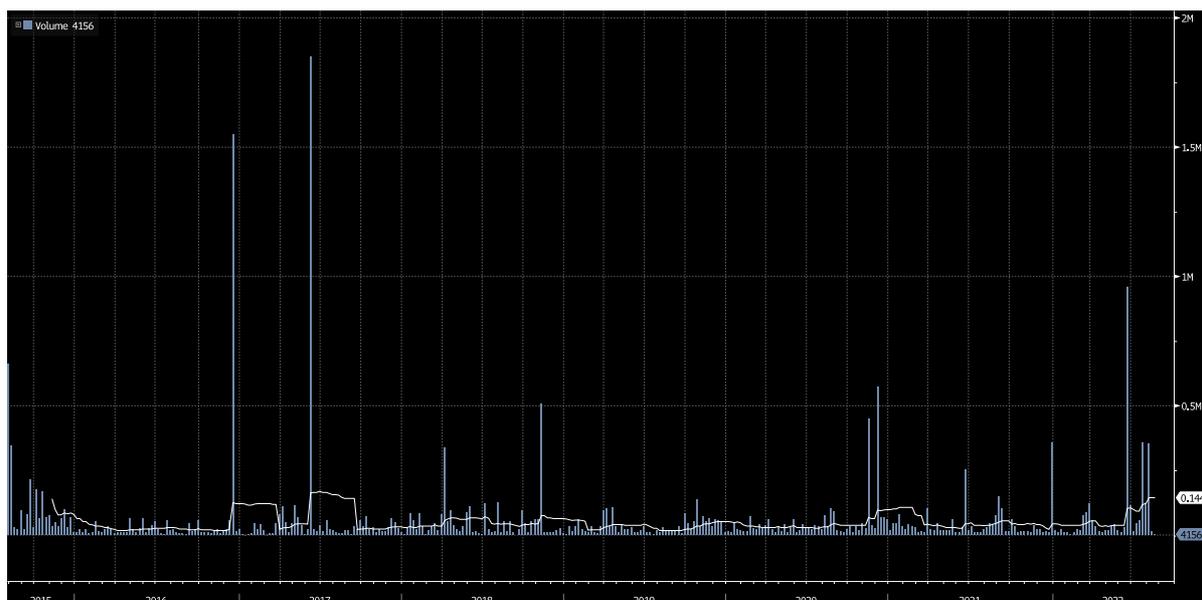


Grafico 18, Andamento volumi di Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati numerici, raggruppati a intervalli pari a un anno, relativi ai prezzi e ai volumi delle azioni di Piteco SpA. Per ciascun intervallo viene mostrata la variazione in termini assoluti e percentuali sia del prezzo che dei volumi.

Security **PITE IM Equity**
 Start Date 31/12/18 00:00
 End Date 31/12/21 00:00
 Period Y
 Currency EUR

Date	PX_LAST	Change	% Change	PX_VOLUME	Change	% Change
30/12/22	11,200 €	0,200 €	1,820%	2.710.000,00	530.000,00	24,310%
31/12/21	11,000 €	1,580 €	16,773%	2.175.561,00	-534.788,00	-19,731%
31/12/20	9,420 €	3,070 €	48,346%	2.710.349,00	915.896,00	51,040%
31/12/19	6,350 €	2,450 €	62,821%	1.794.453,00	-900.085,00	-33,404%
31/12/18	3,900 €			2.694.538,00		

Figura 25, Dati relativi a prezzi e volumi Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo del turnover di borsa. Il turnover è il rapporto tra le voci della colonna “VOLUME” della figura precedente e il flottante e il totale delle azioni di questa figura.

Flottante (valori medi)	Turnover di borsa (con flottante)	Totale azioni (valori medi)	Turnover di borsa (con tot. Azioni)
5.260.000,00	0,515	20.180.000,000	0,134
5.950.000,00	0,366	20.180.000,000	0,108
5.110.000,00	0,530	18.500.000,000	0,147
4.080.000,00	0,440	18.195.500,000	0,099
3.410.000,00	0,790	18.130.000,000	0,149

Figura 26, Dati relativi al calcolo del turnover di borsa Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al calcolo dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi scambiati. I dati nella colonna relativa alla volatilità del prezzo vengono calcolati come deviazione standard tra il prezzo della corrispondente riga e quello della riga inferiore. La covarianza tra prezzo e volumi viene calcolata utilizzando gli scarti dal prezzo e dai volumi medi. La deviazione standard dei prezzi e dei volumi viene invece calcolata, rispettivamente, utilizzando tutti i dati relativi ai prezzi e ai volumi. Il coefficiente di correlazione, infine, viene determinato ponendo a rapporto la covarianza con il prodotto tra le due deviazioni standard.

Volatilità prezzo	Media prezzo	Scarti prezzo	Media volumi	Scarti volumi	Covarianza prezzo/vol	Dev. Std. Prezzo	Dev. Std. Vol	Coeff. Correlazione
0,14142	8,374 €	2,826 €	2.416.980,20	293.019,80	129793,08900	3,16581	416769,58059	0,09837
1,11723		2,626 €		-241.419,20				
2,17082		1,046 €		293.368,80				
1,73241		- 2,024 €		-622.527,20				
		- 4,474 €		277.557,80				

Figura 27, Dati relativi ai calcoli della volatilità e dell'indice di correlazione tra prezzo e volumi Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi alla capitalizzazione e all'Enterprise value, nonché alcuni indici di redditività e un'indicazione sul cash flow prodotto dalla società. I dati sono espressi in milioni.

Piteco SpA (PITE IM) - BBG Adj Highlights										
In Millions of EUR 12 Months Ending	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	Current/LTM 12/31/2021	FY 2022 Est 12/31/2022	FY 2023 Est 12/31/2023
Market Capitalization	69,7	78,1	93,3	70,0	114,9	183,9	213,6			
- Cash & Equivalents	10,2	10,9	5,2	5,8	3,1	11,3	0,1	0,1		
+ Preferred & Other	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Total Debt	10,5	8,9	10,5	21,1	18,4	52,1	66,3	66,3		
Enterprise Value	70,1	76,2	98,7	85,3	130,1	224,7	279,8			
Revenue, Adj	12,8	13,5	16,4	19,4	22,8	23,5	37,3	37,3	40,6	43,8
Growth %, YoY	11,2	5,0	21,5	18,3	17,5	3,4	58,3	61,9	8,9	7,9
Gross Profit, Adj	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Margin %	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
EBITDA, Adj	5,8	5,6	6,3	7,5	9,8	8,9	17,2	17,2	18,8	21,3
Margin %	45,0	41,6	38,3	38,9	43,1	37,7	46,1	46,1	46,3	48,6
Net Income, Adj	3,4	4,4	3,4	5,8	3,3	7,8	12,2	12,2	10,5	11,8
Margin %	26,7	32,9	21,0	29,9	14,6	33,2	32,6	32,6	25,9	26,9
EPS, Adj	0,22	0,24	0,19	0,32	0,19	0,42	0,63	0,63	0,52	0,59
Growth %, YoY	42,6	9,6	-22,2	69,3	-42,4	128,1	48,2		-17,0	13,5
Cash from Operations	3,3	4,5	4,5	6,2	8,1	10,9	14,2	14,2		
Capital Expenditures	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1		
Free Cash Flow	3,3	4,5	4,2	5,5	7,9	10,8	14,0	14,0	9,0	8,8

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 28, Analisi finanziaria Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riportano ora i dati relativi al valore delle azioni, oltre al numero totale di azioni di cui è composto il capitale sociale e il numero di azioni da cui è composto il flottante. I dati sono espressi in milioni.

Piteco SpA (PITE IM) - Stock Value								
In Millions of EUR except Per Share 12 Months Ending	FY 2015 12/31/2015	FY 2016 12/31/2016	FY 2017 12/31/2017	FY 2018 12/31/2018	FY 2019 12/31/2019	FY 2020 12/31/2020	FY 2021 12/31/2021	Current 05/03/2023
Last Price	3,85	4,31	5,15	3,90	6,35	9,42	11,00	11,20
Period-over-Period % Change	—	12,01	19,49	-24,27	62,82	48,35	16,77	
Open Price	3,30	3,85	4,31	5,15	3,98	6,25	9,54	11,20
High Price	4,07	4,50	5,60	5,30	6,95	9,60	12,20	11,20
Low Price	3,15	3,45	4,25	3,50	3,90	4,54	8,88	11,20
Market Capitalization	69,7	78,1	93,3	70,0	114,9	183,9	213,6	
Current Shares Outstanding	18,13	18,13	18,13	18,13	18,26	20,18	20,18	20,18
Equity Float	3,03	2,80	2,81	4,02	4,15	6,07	5,82	4,70

Source: Bloomberg Right click to show data transparency (not supported for all values)

Figura 29, Capitalizzazione di mercato e numero di azioni Piteco SpA. Da: Bloomberg.

Si riporta poi una tabella contenente le informazioni operative principali riguardanti l'operazione che ha coinvolto Piteco SpA.

Tabella 6, Riassunto risultati OPA Piteco SpA.

OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO PITECO SPA	
Periodo di adesione all'OPA	Dal 18 luglio al 5 agosto 2022
Quotazione azioni 1 mese prima del lancio (17/06/2022)	11,100 €
Quotazione azioni 3 mesi prima del lancio (15/04/2022)	9,360 €
Quotazione azioni 6 mesi prima del lancio (17/12/2021)	11,150 €
Prezzo di offerta	11,250 €
Prezzo minimo per legge	10,150 €
Partecipazione detenuta al termine dell'offerta	98,770%

Si riporta infine la composizione del gruppo Lillo SpA.

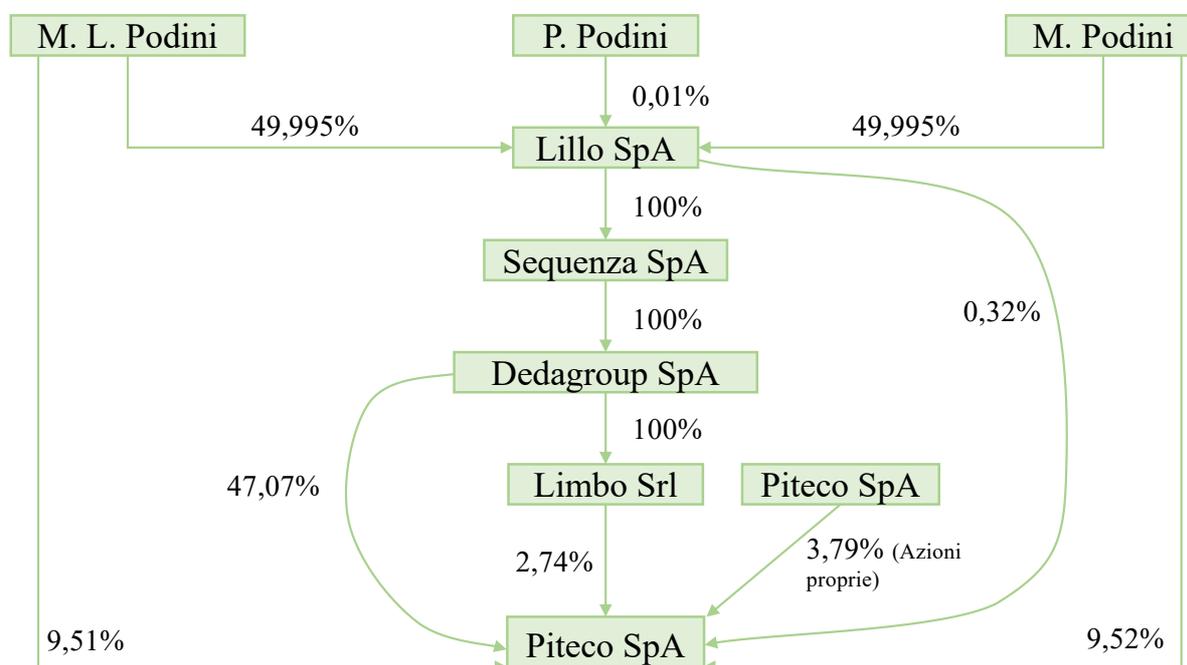


Figura 30, Assetto proprietario Lillo SpA.

RINGRAZIAMENTI

Desidero innanzitutto ringraziare la mia famiglia e i miei amici, sempre presenti per fornirmi il loro supporto.

Desidero poi ringraziare il mio relatore, che mi ha aiutato nella stesura di questo importante documento.

Desidero infine ringraziare me stesso per il duro lavoro e per i sacrifici di questi 5 lunghi anni, spero che questa tesi possa richiuderne l'essenza.

BIBLIOGRAFIA

ANTHONY R., HAWKINS D., MACRÌ D., MERCHANT K., *Sistemi di controllo. Analisi economiche per le decisioni aziendali*, XIV ed., McGraw-Hill, Milano, 2018.

BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, V ed., Edizioni Fag, Milano, 2001.

BANFI A. (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, VIII ed., Isedi, Torino, 2020.

BELTRAME F., BERTINETTI G. S., SCLIP A., *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2021.

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2020.

BRUSA L., GUELFY S., ZAMPROGNA L., *Finanza d'impresa*, II ed., Etas, Milano, 2001.

Comunicazione Consob del 18 maggio 1999 n. DAL/99039392.

Comunicazione Consob del 24 settembre 2007 n. DEM/7085669.

D.lgs. 19 gennaio 2019, n. 14, "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza".

D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415.

D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria".

D'ATTORRE G., *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, II ed., Giappichelli, Torino, 2022.

DAMODARAN A., ROGGI O., *Elementi di finanza aziendale e risk management*, Apogeo, Milano, 2016.

DE ANGELIS L. (a cura di), *Diritto commerciale*, II ed., Cedam, Padova, 2020.

DESSY A. (a cura di), *Imposte, politiche finanziarie e valore azionario*, Egea, Milano, 1994.

Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11.971, "Regolamento emittenti".

Direttiva europea 15 maggio 2014, n. 65, "MiFID 2".

DPR 22 dicembre 1986, n. 917, "Testo unico delle imposte sui redditi".

FAUCEGLIA G. (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Giappichelli, Torino, 2010.

FRATINI M., *Diritto dei mercati finanziari*, Cacucci Editore, Bari, 2013.

GALLINO L., *Con i soldi degli altri. Il capitalismo per procura contro l'economia*, Einaudi, Torino, 2009.

- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Egea, Milano, 1991.
- GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of financial economics*, 1976.
- MANCIN M. (a cura di), *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2020.
- MISANI N., ORDANINI A., PERRINI F., PIVATO S., *Economia e gestione delle imprese*, VI ed., Egea, Milano, 2010.
- MODIGLIANI F., MILLER M., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, in *American Economic Review*, 1963.
- MODIGLIANI E., MILLER., *Dividends policy, growth and the valuation of shares*, «Journal of business», ottobre 1961.
- MODIGLIANI F., MILLER M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958.
- MUCCIARELLI F. M., *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.
- PATRONI GRIFFI A., SANDULLI M., SANTORO V., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli, Torino, 1999.
- PINARDI C. M., *Formazione delle aspettative e mercati azionari. Dall'analisi finanziaria alla gestione di portafoglio*, Etas Libri, Milano, 1996.
- Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, "Codice Civile".*
- Regio Decreto 19 ottobre 1930, n. 1398, "Codice Penale".*
- SÒSTERO U., SANTESSO E., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, II ed., Egea, Milano, 2018.
- VIOTTO A., *Lezioni sull'IRES delle società di capitali residenti*, Cacucci Editore, Bari, 2020.
- ZIRUOLO A., *Il controllo delle leve di creazione del valore aziendale*, Giappichelli, Torino, 2005.

SITOGRAFIA

https://www.assiteca.it/wp-content/uploads/2022/05/2022_05_03-Avveramento-condizioni-closing-Howden-Group-Holdings-ITA-ENG.pdf

<https://www.assiteca.it/wp-content/uploads/2022/07/2022.07.13-Comunicato-stampa-delisting.pdf>

<https://www.aziendabanca.it/notizie/legal/opa-su-civibank-sparkasse-sale-al-75-6-del-capitale-sociale#:~:text=In%20seguito%20all%27ordinanza%20del,1%25%20dei%20diritti%20di%20voto>

<https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/cir-e-exor-perfezioneranno-il-23-aprile-la-compravendita-del-4378-di-gedi/>

<https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/cir-risultati-primi-nove-mesi-2020/>

<https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/comunicato-cir/>

<https://www.cirgroup.it/comunicati-stampa/comunicato-stampa-congiunto-cir-exor/>

https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2021/08/comunicato_CIRrisultatidefinitivi050821__ita.pdf

<https://www.civibank.it/opa>

https://company.cerved.com/system/files/2021-09-14_Comunicato%20risultati%20definitivi%20ITA%20vF.pdf

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/documenti-opa>

https://www.corriere.it/economia/finanza/22_maggio_14/banche-resa-conti-civiale-sull-opa-cassa-bolzano-cosa-succede-ora-d3e327ea-d21b-11ec-887c-70e4d8d3607c.shtml

<https://www.deda.group/investor/opa>

https://www.eurocosmetic.it/wp-content/uploads/2021/02/CS_Euro-Cosmetic_Atelier-Cosmetico_02-02-2021.pdf

https://www.eurocosmetic.it/wp-content/uploads/2021/07/CS-Ricavi-1H2021_28-07-2021.pdf

<https://finanza.lastampa.it/News/2021/10/08/fine-foods-rileva-controllo-di-euro-cosmetic-e-lancia-opa-obbligatoria/OTNfMjAyMS0xMC0wOF9UTEI>

<https://forbes.it/2021/12/02/enron-20-anni-truffa-rivelo-lato-oscuro-wall-street/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/consob-punisce-l-insider-trading-sull-opa-italcementi-AE8hTaWG>

<https://it.investing.com/central-banks/>
<https://www.mfcentralerisk.it/centrale-rischi-e-rating-bancario/>
https://www.milanofinanza.it/news/cerved-group-ok-alla-fusione-per-incorporazione-di-castor-bidco-poi-il-delisting-202112101457534961?refresh_cens
https://www.milanofinanza.it/news/eurocosmetic-fine-foods-pharmaceuticals-compra-il-73-del-capitale-per-27-mln-202109212141598759?refresh_cens
<https://www.pitecolab.it/wp-content/uploads/2019/04/2017-11-21-PITECO-CS-Assemblea.pdf>
<https://www.pitecolab.it/wp-content/uploads/2019/04/PITECO-nel-2016-utili-record-a-Euro-45-milioni.pdf>
<https://www.rainews.it/articoli/2022/03/le-esportazioni-della-russia-la-scheda-dei-settori-messi-in-crisi-dalle-sanzioni-6ee9ffa0-e65c-4179-a7fa-0a29ba9c7935.html#:~:text=Il%2053%2C8%25%20dell%27,russo%20è%20legato%20all%27energia.&text=Sul%20totale%20delle%20esportazioni%20russe,in%20crescita%20dell%2787%25>
<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/opa-assiteca-15-giugno-2022>
<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/opa-cir-azioni-proprie-risultati>
<https://startingfinance.com/guide/mercati-finanziari-intermedio/efficienza-dei-mercati-finanziari/>
<https://www.teleborsa.it/azioni-estero/coca-cola-ko-us-MDkuS08/grafico>
<https://www.teleborsa.it/Quotazioni/Rating>
[https://it.wikipedia.org/wiki/Cavaliere_bianco_\(finanza\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Cavaliere_bianco_(finanza))
https://it.wikipedia.org/wiki/Investitore_istituzionale#cite_note-1
https://it.wikipedia.org/wiki/Private_equity

