

Indice

Prefazione <i>di Roberto Bottiglia</i>	XV
--	----

Introduzione <i>di Michele Rutigliano</i>	XIX
---	-----

Parte prima **Valutazione d'azienda: temi di discussione**

1 La stima del valore d'azienda: logiche, principi e metodi <i>di Lorenzo Faccincani</i>	3
1.1 Premessa	3
1.2 La stima del valore economico del capitale	7
1.2.1 I criteri finanziari	7
1.2.2 I criteri comparativi di mercato	18
1.2.3 Gli altri criteri	23
1.3 La stima del valore di acquisizione	33
1.3.1 Il valore del controllo	34
1.3.2 Le sinergie derivanti dall'integrazione	35
1.4 La stima del valore di un'interessenza partecipativa	37
1.5 L'inclusione delle tematiche ESG nel processo valutativo	39
1.6 Conclusioni e prospettive future	46
2 Valutazione d'azienda e CAPM nelle operazioni di acquisizione. Criticità nelle concrete applicazioni <i>di Michele Rutigliano</i>	49
2.1 Premessa	49
2.2 Soggettività, arbitrarietà, manipolabilità e opacità nella stima dei parametri del CAPM	52
2.3 Sintesi e conclusioni	57

3	Tassi di crescita e Terminal Value. L'Eldorado nella valutazione d'azienda	63
	<i>di Michele Rutigliano e Lorenzo Faccincani</i>	
3.1	Premessa	63
3.2	Approcci alla stima del Terminal Value	65
3.3	Terminal Value e <i>impairment test</i> degli avviamenti: evidenze dai bilanci consolidati delle società del FTSE MIB nel periodo 2018-2020	68
3.4	Il tasso di crescita endogeno nel DDM e nel FCFE Model	72
3.5	Il tasso di crescita endogeno nel Free Cash Flow to Firm Model	80
3.6	Conclusioni. Tassi di crescita, Terminal Value e l'Eldorado nella valutazione d'azienda	81
	Appendice	85
4	Congruità del rapporto di cambio, condivisione dei benefici attesi dalla fusione e informativa agli azionisti	103
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
4.1	Premessa	103
4.2	Il rapporto di cambio sulla base di valutazioni stand alone	104
4.3	Determinazione del rapporto di cambio in base a valutazioni stand alone	105
4.4	I rapporti di cambio massimo e minimo in presenza di sinergie attese dalla fusione	106
4.5	Determinazione del rapporto di cambio con valorizzazione delle sinergie	109
4.6	Il rapporto di cambio secondo il Market Price Method e la Relative Contribution Analysis	111
4.7	Considerazioni conclusive. Congruità del rapporto di cambio e informativa agli azionisti	113
5	Valore delle sinergie nelle operazioni di M&A e trasparenza nella previsione, condivisione, rendicontazione	117
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
5.1	Considerazioni introduttive	117
5.2	Le sinergie: la tipologia, in sintesi	121
5.3	Stima e rendicontazione delle sinergie	125
5.4	Sinergie, avviamento, <i>impairment test</i>	130
5.5	Sinergie e opzioni reali	132
5.6	Sinergie e <i>Dilution analysis</i>	133
5.7	Acquisizioni, sinergie, informativa di bilancio	134
5.8	Conclusioni	136

6	La valutazione d'azienda. Alcuni aspetti controversi	141
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
6.1	Considerazioni introduttive	141
6.2	Dieci aspetti controversi nella valutazione d'azienda	142
6.2.1	La struttura finanziaria ai fini della stima del WACC	142
6.2.2	Relazione fra saggio di crescita usato nella stima del valore terminale e costo del capitale	144
6.2.3	Relazione fra equity risk premium e tasso risk free	146
6.2.4	L'eventuale considerazione del rischio «size» nella stima del valore di un'impresa di minori dimensioni	147
6.2.5	Tax rate effettivo vs tax rate nozionale nelle valutazioni d'azienda	148
6.2.6	La stima del flusso di risultato da capitalizzare nella stima del valore terminale	150
6.2.7	L'eventuale maggiorazione del costo del capitale calcolato sulla base del CAPM con premi per il rischio specifico	151
6.2.8	Aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione e valore dell'azienda pre e post money	153
6.2.9	L'uso di medie o mediane in applicazione del criterio dei multipli di società quotate comparabili	156
6.2.10	La stima di premi di controllo e di sconti di minoranza	158
7	Impairment test ex IAS 36. Criticità nel grossing up del WACC post-tax e ruolo del Risk management per la valutazione dei rischi specifici	163
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
7.1	Premessa	163
7.2	Criticità nelle tecniche per il grossing up del WACC post-tax	164
7.3	Rischio specifico, variabilità dei risultati e ruolo del Risk management	170
7.4	Considerazioni conclusive	172
8	Scissione parziale non proporzionale con opzione asimmetrica. Analisi critica del caso Banca Monte Paschi-AMCO per lo smobilizzo di crediti deteriorati	175
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
8.1	Premessa	175
8.2	Gli equilibri economici teorici nella scissione parziale proporzionale e non proporzionale	176
8.3	La scissione MPS-AMCO: oggetto, obiettivi e struttura dell'operazione	177
8.4	Scissione parziale non proporzionale con opzione asimmetrica. Gli effetti dell'operazione	184
8.5	Considerazioni conclusive. Le ragioni di una struttura atipica	188

9	La stima del danno nelle azioni di responsabilità per illegittima prosecuzione dell'attività sociale in seguito alla perdita del capitale: una diversa proposta metodologica	191
	<i>di Michele Rutigliano e Lorenzo Faccincani</i>	
9.1	Premessa	191
9.2	Le modalità di quantificazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità: gli approcci in giurisprudenza e in dottrina	193
9.3	Una proposta metodologica di quantificazione del danno basata sul concetto di «valore»	197
9.4	Conclusioni	199
10	<i>Dissoi Logoi</i>, informativa al mercato e interessi degli azionisti. Il caso dell'OPAS di Intesa San Paolo su UBI Banca	201
	<i>di Michele Rutigliano</i>	
10.1	Premessa	201
10.2	La Relazione ex art. 2343-ter lettera b) del Codice civile	202
10.3	Il rapporto di scambio azionario offerto da ISP agli azionisti di UBI	206
10.4	La Relazione del CdA di ISP ex art. 2441, comma 6, c.c. e la Relazione di KPMG sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione	211
10.5	L'inadeguatezza del rapporto di scambio azionario secondo le valutazioni degli advisor e del CdA di UBI (Comunicato del 3 luglio 2020)	215
10.6	Alcuni altri argomenti riportati nel Comunicato del 3 luglio 2020 del CdA di UBI e la successiva dialettica a distanza tra le due entità	219
10.7	L'aumento del corrispettivo dell'OPS e il Supplemento al Prospetto informativo	222
10.8	Gli sviluppi successivi	224
10.9	Conclusioni. <i>Dissoi Logoi</i> , informativa al mercato e interessi degli azionisti	230
11	La stima del «congruo» canone nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi	235
	<i>di Michele Rutigliano e Lorenzo Faccincani</i>	
11.1	Premessa	235
11.2	L'affitto d'azienda: un inquadramento generale	236
11.3	La stima del congruo canone. Frammenti di letteratura	240
11.4	L'affitto di azienda come alternativa alla gestione diretta	243
11.5	Irrilevanza della nozione di «congruo» canone per il locatore nelle decisioni di affitto di azienda	245

11.6	La valutazione del canone di affitto ove non sia praticabile la gestione diretta dell'azienda da parte del locatore	247
11.7	La stima del canone congruo nelle valutazioni <i>ex post</i>	247
12	Rischio operativo, rischio di mercato e valore degli <i>asset manager</i>. Il caso delle SGR mobiliari italiane	249
	<i>di Maurizio Polato</i>	
12.1	Introduzione	249
12.2	Un modello di valutazione delle SGR	254
12.3	Una applicazione del modello valutativo alle SGR mobiliari italiane	273
12.4	Conclusioni	287
12.5	Appendici analitiche	292
Parte seconda		
Casi di valutazione d'azienda e di intangibili		
	Caso 1. La valutazione nel contesto di un'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione	299
	<i>di Fabio Tonon e Maurizio Marinangeli</i>	
	Caso 2. Stima del valore economico di Alfa S.p.a. Valutazioni patrimoniali e metodo della somma delle parti	335
	<i>di Enrica Cerato e Silvano Corbella</i>	
	Caso 3. La valutazione nell'IPO: il caso Integrated Biopharma and Diagnostic Solutions	365
	<i>di Fabio Buttignon e Giulia Milan</i>	
	Caso 4. La fairness opinion nell'ambito di un'Offerta Pubblica di Scambio preventiva volontaria	397
	<i>di Gian Luca Di Martino e Maria Pia Carnicelli</i>	
	Caso 5. Operazione di acquisizione da parte del gruppo Tod's del marchio «Roger Vivier» e della società Roger Vivier Paris	413
	<i>di Riccardo Perotta</i>	
	Caso 6. Parere di congruità relativo al prezzo di acquisizione di «Ceduta Spa» da parte di «Acquirente Spa»	435
	<i>di Alberto Dessy</i>	
	Caso 7. Fusione. I rapporti di concambio in presenza di diverse categorie di azioni	457
	<i>di Marco Reboa</i>	
	Caso 8. La valutazione delle aziende nelle operazioni di fusione. La determinazione del rapporto di cambio nel caso ABC S.p.A.	487
	<i>di Mauro Romano</i>	

Caso 9. La valutazione di una concessione idroelettrica di grande derivazione	503
<i>di Francesco Sava</i>	
Caso 10. La valutazione del gruppo Pegasus	525
<i>di Stefano Variano</i>	
Caso 11. La valutazione di una start-up company	549
<i>di Davide Giaretta e Andrea Lionzo</i>	
Caso 12. Valutazioni di bilancio. La stima del <i>fair value</i> di una partecipazione in una subholding operante nel settore metallurgico tramite il metodo «<i>Sum of the parts</i>»	571
<i>di Giuseppe Avolio e Maurizio Ferrero</i>	