



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in
Economia e Management

**LE OPERAZIONI DI M&A E I MODELLI DI
VALUTAZIONE AZIENDALE:
L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI
ESSILORLUXOTTICA**

**M&A OPERATIONS AND COMPANY EVALUATION
MODELS:
THE ACQUISITION OF GRANDVISION BY
ESSILORLUXOTTICA**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Cucculelli Marco

Tesi di Laurea di:
Pompei Giammaria

Anno Accademico 2022-2023

INDICE

Introduzione.....	Pag.3
CAPITOLO 1: LE OPERZIONI DI M&A.....	Pag. 5
1.1: Lo sviluppo e la crescita delle imprese.....	Pag. 5
1.2: La crescita interna.....	Pag. 6
1.3: La crescita esterna.....	Pag. 7
1.4: Le operazioni di Mergers and Acquisitions (M&A).....	Pag. 9
1.5: Le motivazioni alla base delle attività di M&A.....	Pag. 12
1.6: Gli svantaggi delle operazioni di M&A.....	Pag. 14
1.7: Le diverse tipologie delle operazioni di fusione e acquisizione... 	Pag. 15
CAPITOLO 2: I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE	
AZIENDALE.....	Pag. 19
2.1: Le principali fasi del processo di acquisizione.....	Pag. 19
2.2: La valutazione d'azienda.....	Pag. 21
2.3: I principali metodi di valutazione.....	Pag. 23
2.4: Il metodo patrimoniale.....	Pag. 23
2.5: Il metodo reddituale.....	Pag. 25
2.6: I metodi finanziari; La Discounted Cash Flow Analysis (DCF) 	Pag. 29
2.7: La Discounted Cash Flow Analysis.....	Pag. 29
2.8: Il Dividend Discount Model.....	Pag. 32
2.9: Il metodo dei multipli di mercato.....	Pag. 34

CAPITOLO 3: L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI ESSILORLUXOTTICA.....	<i>Pag. 38</i>
3.1: Analisi del settore dell'occhialeria.....	<i>Pag. 38</i>
3.2: EssilorLuxottica.....	<i>Pag. 40</i>
3.3: GrandVision.....	<i>Pag. 42</i>
3.4: Le motivazioni dell'operazione ed i vantaggi collegati ad essa	<i>Pag. 43</i>
3.5: Le difficoltà e i punti di debolezza del processo di acquisizione.....	<i>Pag. 45</i>
3.6: La valutazione di GrandVision e l'utilizzo applicativo del metodo dei multipli.....	<i>Pag. 46</i>
Conclusioni.....	<i>Pag. 48</i>
Bibliografia e sitografia.....	<i>Pag. 50</i>

INTRODUZIONE

In un contesto economico sempre più globalizzato e mutevole, le imprese per riuscire a mantenere un ruolo di primo piano, al suo interno, sono sempre più orientate alla ricerca di nuove e più efficienti strategie per fronteggiare un ambiente così eterogeneo e rispondere al meglio alle variabili esigenze dei consumatori. Le principali operazioni con cui le aziende cercano di raggiungere questo obiettivo sono le fusioni e le acquisizioni aziendali (comunemente note con l'espressione inglese di Mergers and Acquisitions), strategie di crescita esterna a cui tante imprese sono costrette a ricorrere a causa dell'intensa concorrenza, e del rapido sviluppo tecnologico, dovute soprattutto alla globalizzazione, che caratterizza l'economia odierna. Tali operazioni, che rientrano all'interno di quelle di finanza straordinaria, rappresentano, infatti, la modalità più efficace, per entrare in nuovi segmenti di mercato e sfruttare nuove conoscenze, tecnologie e competenze.

In merito alle operazioni di M&A, inoltre, la valutazione d'azienda risulta essere una delle tematiche maggiormente rilevanti; per questa ragione, numerosi sono i modelli valutativi, che si possono applicare, con lo scopo di ottenere un'approssimazione che rispecchi, il più possibile, il valore effettivo e/o potenziale di un'impresa. Infatti, alla base della corretta riuscita di un'operazione di M&A, c'è sempre una precisa valutazione d'azienda.

L'elaborato presenta perciò entrambe le tematiche, da una parte le operazioni di M&A, con tutte le loro peculiarità, e dall'altra, tutti i metodi di valutazione aziendale.

Nello specifico, la tesi si compone di tre capitoli: nel primo verranno presentate le operazioni, distinguendo le varie tipologie di M&A con le loro caratteristiche, le motivazioni per cui decidere di applicarle, i vantaggi, gli svantaggi e le criticità connesse all'operazione; il secondo capitolo è incentrato sul processo di valutazione d'azienda, fondamentale per la corretta riuscita dell'operazione, descrivendo i principali metodi valutativi, presentandone punti forza, limiti, ma anche le motivazioni legate alla scelta di una particolare metodologia; nel terzo capitolo, infine si analizzerà una concreta operazione M&A, per analizzarne le

conseguenze economiche e per approfondire i metodi di valutazione aziendale utilizzati.

Lo scopo dell'elaborato è quindi, sia quello di presentare le operazioni di fusione e acquisizione, divenute importantissime nel contesto economico odierno, ma anche quello di analizzare i diversi processi di valutazione d'azienda ed illustrarne una concreta attuazione, tramite un procedimento di acquisizione reale.

CAPITOLO 1 ---LE OPERAZIONI DI M&A:

1.1: Lo sviluppo e la crescita delle imprese

Diverse sono le motivazioni per cui le imprese considerano la crescita e lo sviluppo dell'azienda come un argomento fondamentale per acquisire le risorse, le competenze e le conoscenze necessarie per competere a livello mondiale. Soprattutto all'interno del contesto economico corrente, l'elevata globalizzazione induce le imprese a crescere e ad acquisire le risorse economiche e le competenze umane e tecnologiche per competere al meglio in mercati sempre più eterogenei e con concorrenti sempre più diversi e numerosi. Le aziende, di tutti i settori, infatti, cercano di acquisire le risorse necessarie per controllare più canali di distribuzione, per ottenere economie di scale o di scopo, per aumentare la propria quota di mercato, il portafoglio clienti ed incrementare il proprio potere contrattuale nei confronti dei fornitori e di tutti gli stakeholders che hanno interesse nell'attività aziendale.

Il percorso di crescita, però, non comporta, in automatico, una maggiore profittabilità per le imprese, poiché questo processo richiede una modifica di aspetti strategici, organizzativi ed economici dell'azienda stessa, che potrebbero far aumentare il rischio connesso all'operazione.

Quando si parla di crescita e sviluppo per le imprese, essi possono essere attuati attraverso due tipologie: una crescita per linee interne ed una crescita per linee esterne.

1.2: La crescita interna

Attuare una strategia di crescita interna significa ricorrere a tutte le risorse (umane, finanziarie, tecnologiche,), le competenze e le capacità proprie e specifiche di un'azienda, che quindi le possiede internamente, reinvestendole all'interno dell'impresa, con l'obiettivo di realizzare nuove attività, e ampliare la capacità produttiva e commerciale della società, cercando di sviluppare dei vantaggi competitivi nei confronti dei concorrenti.

La crescita per linee interne, a differenza di quella esterna, necessita di tempi di sviluppo e realizzazione molto lunghi, oltre che di ingenti costi relativi al miglioramento delle aree connesse alla ricerca e sviluppo aziendale, necessarie per formulare ed attuare strategie innovative che puntino sulle risorse e competenze già presenti all'interno dell'impresa. La lunghezza del processo, ci permette, però, di originare un vantaggio competitivo maggiormente specifico e duraturo nei confronti dei concorrenti.

Tra le strategie di crescita interna più utilizzate abbiamo sicuramente quella di aumentare la capacità produttiva dell'impresa, il che comporta grandi investimenti per migliorare le proprie risorse e competenze nonché per creare ed attivare nuove unità produttive interne. Un'ulteriore modalità di crescita interna utilizzata è la strategia di integrazione verticale a monte o a valle del processo produttivo; nel primo caso l'azienda decide di produrre internamente input che precedentemente acquistava dall'esterno; nel secondo caso essa ingloba attività di distribuzione che utilizzano output prima venduti a soggetti esterni. Questa strategia può portare diversi effetti positivi tra cui: un vantaggio a livello di costi, poiché l'impresa avrà un maggior collegamento fisico e si diminuiranno, quindi, i costi di trasporto; un controllo della concorrenza e della distribuzione che annullerà battaglie concorrenziali con altre imprese e diminuirà il potere del distributore di imporre il proprio prezzo. Un'altra modalità di crescita interna è la strategia di diversificazione. Quest'ultima riguarda lo sviluppo dell'azienda attraverso la sua presenza in molteplici business diversi. In particolare la crescita

interna si sostanzia nella creazione di nuove capacità produttive nei settori in cui l'impresa diversifica¹.

La diversificazione può avere diversi gradi di intensità, distinguiamo: al diversificazione conglomerale e la diversificazione correlata; nel primo caso l'espansione dell'impresa avviene in settori con nessun collegamento tecnico, funzionale o produttivo con il settore in cui si è già insediati; nel secondo caso l'azienda si diversifica verso business correlati, dove è possibile riscontrare punti di contatto e la possibilità di sfruttare sinergie economiche e/o produttive. Tramite, infatti, o sfruttamento delle nostre risorse e competenze in settori eterogenei, al di fuori dal core business aziendale, noi possiamo sviluppare il mercato interno. Tra le strategie di crescita interna vanno, infine, ricordate le modifiche alle linee produttive già esistenti e l'introduzione di nuove linee di prodotto, atte a migliorare e rendere più innovative le caratteristiche tecnico-fisiche dell'output aziendale.

1.3: La crescita esterna

Nel gergo aziendale, la crescita per linee esterne, effettuate da un'impresa, consiste nell'aumentare le proprie dimensioni esternamente (anziché internamente ampliando le proprie strutture aziendali) e nel realizzare sinergie tra le funzioni di imprese prima indipendenti. Mentre la crescita per linee interne avviene in maniera equilibrata, omogenea, lenta e graduale e richiede un piano di investimenti ben congegnato, ed una certa capacità imprenditoriale, la crescita per linee esterne si rivela essere più semplice e veloce; tuttavia, essa spesso comporta, rilevanti problemi organizzativi, relativi all'aggregazione tra aziende diverse, che, se non affrontate correttamente, possono portare alla crisi dell'intera struttura aziendale². Le operazioni di sviluppo per linee esterne comprendono le alleanze e gli accordi strategici e le operazioni di fusione e acquisizione (M&A), che, come vedremo prevedono un grado di integrazione superiore tra le varie realtà aziendali coinvolte.

Le alleanze strategiche sono accordi di cooperazione tra due o più imprese, che combinano le loro risorse e capacità, per creare valore, cercando di raggiungere un obiettivo comune. Attraverso le alleanze, è possibile accedere a nuove aree di

¹ Fontana F., Caroli M., 2017, Economia e gestione delle imprese, quinta edizione, McGraw-Hill Education.

² https://it.wikipedia.org/wiki/Crescita_per_linee_esterne

business, ridurre i costi, differenziare e rinforzare la propria posizione sul mercato. Varie sono le tipologie di alleanze strategiche che possiamo osservare:

- Le alleanze contrattuali, in cui due imprese sottoscrivono un contratto, per definire il loro rapporto, e in esso vengono definite le attività che ciascuna parte si impegna a svolgere. In questo caso, le imprese non acquisiscono partecipazioni;
- Equity alliances: sono accordi di collaborazione che prevedono partecipazioni azionarie. La loro finalità è che consentano di allineare gli interessi tra le parti;
- Joint ventures: tipo di alleanza che prevede la creazione di una nuova società, legalmente indipendente, costituita da risorse ad assets provenienti dai patrimoni delle imprese partner. Tali imprese controllano congiuntamente la nuova società condividendo gli impegni e i risultati ottenuti
- Alleanza verticale: riguardante imprese che sono posizionate in diverse fasi della catena del valore: vengono usate per combinare risorse o diminuire i costi di transazione tra due imprese che già intrattengono rapporti commerciali. Il vantaggio si basa sull'erosione delle quote di mercato dei competitor;
- Alleanza orizzontale: si hanno quando sono coinvolte aziende che operano nella stessa fase della catena del valore con lo scopo di mettere insieme risorse e competenze, per conseguire un obiettivo comune.

Tra gli accordi strategici comunemente utilizzati possiamo inoltre citare: il franchising e il licensing: il franchising è una forma di collaborazione commerciale tra imprenditori indipendenti, regolata da un contratto e nella quale, una parte, (il franchisor) concede ad uno o più terzi, (franchisee) il diritto ad usare, dietro corrispettivo, la propria ragione sociale e/o il proprio marchio, per la vendita di prodotti o la prestazione di servizi.

Il licensing: è un contratto, in base al quale, un soggetto attribuisce, dietro il pagamento di royalties ad un soggetto terzo, il diritto ad utilizzare e sfruttare economicamente, in un ambito territoriale prefissato, specifici prodotti o assets di sua proprietà.

Infine, ci sono le operazioni di fusione ed acquisizione aziendale (mergers and acquisitions), che come approfondiremo nel prosieguo dell'elaborato, consistono

in operazioni di finanza straordinaria che possono definirsi processi di crescita esterna.

1.4: Le operazioni di Mergers and Acquisitions (M&A)

Le operazioni di Mergers and Acquisitions, comprendono quelle operazioni di finanza straordinaria aziendale, che hanno lo scopo di modificare l'assetto di due o più imprese. In particolare l'acronimo M&A, si riferisce ad operazioni di fusione e acquisizione³. Esse possono essere considerate attività di sviluppo per linee esterne, che grazie alle sinergie e ai rapporti evoluti con altre società riescono ad accrescere il valore di un'impresa. All'interno di queste operazioni rientrano anche scissioni, conferimenti o scorpori di rami d'azienda (c.d. split off), buy back azionari ed offerte pubbliche d'acquisto⁴. Nonostante l'acronimo anglosassone sembri accomunare le operazioni di fusione e acquisizione, esse presentano delle caratteristiche e delle peculiarità specifiche che le differenziano e che andremo a descrivere ed approfondire.

La fusione aziendale è un procedimento mediante il quale una o più società realizzano un unico e nuovo organismo sociale; essa rappresenta la forma di aggregazione aziendale più completa con l'unificazione sia giuridica che economica dei soggetti che vi partecipano. A livello dimensionale possiamo distinguere:

- Fusioni orizzontali, fra società che svolgono attività analoghe;
- Fusioni verticali, fra società che svolgono attività riconducibili al concetto di filiera;
- Fusioni conglomeranti, fra società che operano in comparti diversi;

La distinzione più importante, riguardo l'operazione di fusione aziendale è quella inerente le tipologie della stessa. Possiamo, infatti delineare due differenti categorie:

³ <https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>

⁴ <https://www.yourgroup.it/practice/lattivita-di-ma-nel-nuovo-scenario-economico-e-il-ruolo-delladvisory-operativa/>

- 1) Fusione in senso stretto (o pura): in cui le società fuse si estinguono mediante la traslazione dell'intero patrimonio in capo ad una società di nuova costituzione;
- 2) Fusione per incorporazione (o impropria): in cui le società incorporate si estinguono mediante la traslazione dell'intero patrimonio in capo ad una società già esistente⁵;

La modalità della fusione per incorporazione è la più utilizzata, soprattutto in ambito italiano poiché è l'unica a non essere gravata dalle imposte di registro, generando quindi, un importante vantaggio fiscale⁶. La fusione è un'operazione piuttosto complessa poiché essa rende necessaria un'integrazione totale di risorse, competenze e conoscenze (sia tecnologiche che umane) delle imprese coinvolte, che richiede alcuni interventi a livello organizzativo e gestionale. Tali cambiamenti influenzano, per un lungo periodo, i piani e le attività dei vertici aziendali e contribuiscono a determinare la straordinarietà di quest'operazione⁷.

I vantaggi per cui un'impresa può decidere di attuare un'operazione di fusione possono essere molteplici: ridurre in maniera considerevole i costi, rafforzare il proprio potere di mercato, ridurre il rischio d'impresa, cercando di differenziare le attività, accrescere il proprio know-how tecnologico integrando tecnologie e risorse nuove e utilizzando meglio i processi produttivi, aumentare la concentrazione aziendale, limitando o eliminando la concorrenza e la dipendenza, a monte o a valle, della filiera produttiva. Gli obiettivi che si intendono perseguire sono sempre quelli di alimentare la crescita dell'impresa e di creare valore per l'azienda. A fronte delle numerose motivazioni positive connesse alla fusione aziendale, dobbiamo riconoscere e citare che essa presenta anche degli svantaggi considerevoli riguardanti soprattutto le difficoltà di integrazione di risorse e competenze, già presentate in precedenza, oltre che un iter procedurale e di approvazione molto lungo, complesso e dispendioso.

L'acquisizione di un'azienda è uno strumento strategico-finanziario, che consente ad una società di assumere il controllo di un'altra, mediante l'acquisto della proprietà dell'impresa o del pacchetto azionario di controllo, a fronte di un

⁵ <https://www.madonnas.it/FERRARA/Corsi/TP/materiale%20didattico/2019/fusione/fusione.pdf>

⁶ <https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/fusione-dazienda-cose-quante-tipologie-ne-esistono/>

⁷ <https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/area-economico-aziendale/esercitazioni/classe-quinta-contabilita-analisi-bilancio/AREE%20DISCIPLINARI%20-%20PARAMOND%20-%20ECOAZ%20-%202014%20-%20PDF%20-%20Processo%20fusione%20aziendale.pdf>

corrispettivo tipicamente costituito da denaro⁸. In base alle partecipazioni acquisite, si possono distinguere: le partecipazioni totalitarie (che prevedono l'acquisizione della totalità delle attività aziendali); le partecipazioni di maggioranza (qualora le partecipazioni acquisite siano superiori al 50% del capitale sociale della società controllata), oppure nel caso di società di grandi dimensioni con azionariato diffuso, possiamo acquistare anche partecipazioni non di maggioranza, ma sufficienti ad esercitare il controllo sulla partecipata.

Le operazioni di acquisizione aziendale, al pari di quelle di fusione, sono attività di crescita esterna, che, come già ricordato, riescono a far sì che l'azienda possa perseguire obiettivi strategici, di creazione di valore e di crescita dimensionale, molto più velocemente rispetto alle modalità di crescita interna. Inoltre, l'enorme utilizzo da parte di tante imprese di queste operazioni, è supportato da ulteriori motivi, che hanno come fine ultimo sempre quello di creare valore per l'impresa. Il raggiungimento di questo risultato non è però scontato, poiché, nonostante l'apparente semplicità di attuazione di queste operazioni, esse necessitano di accurate fasi di progettazione ed esecuzione, nonché di un'elevata attenzione nello sviluppo delle sinergie. Sono quindi essenziali una visione strategica di lungo periodo, nonché l'analisi di tutti i fattori interni ed esterni che possono influenzare la riuscita dell'operazione.

In conclusione, la principale differenza tra fusioni ed acquisizioni societarie, sta nel fatto che le fusioni creano un'entità unica, mentre le acquisizioni portano alla nascita di un rapporto di proprietà e controllo tra due società distinte⁹.

Nonostante quest'importante differenziazione il concetto combinato di M&A ha sostituito, nella prassi, i termini individuali di fusione e acquisizione, e si riferisce a qualsiasi tipo di attività in cui le imprese si uniscono. Molto spesso, infatti, l'operazione di acquisizione anticipa quella di una successiva fusione ed entrambe agiscono con l'obiettivo di integrare le attività di due o più aziende, con lo scopo di accrescere il valore dell'azienda¹⁰.

⁸ <https://www.okpedia.it/acquisizione-di-azienda>

⁹ <https://www.inveneta.it/differenza-tra-fusioni-ed-acquisizioni-aziendali/>

¹⁰ <https://www.aziendefinanza.com/acquisizioni-e-fusioni-aziendali>

1.5: Le motivazioni alla base delle attività di M&A:

Come già accennato precedentemente, le operazioni di M&A, sono fonte di creazione di valore per l'impresa, in quanto in grado di integrare diverse attività aziendali e generare delle sinergie. Le motivazioni per cui un'impresa può decidere di attuare queste operazioni e, di conseguenza sviluppare queste sinergie in grado di aumentare il valore di un'azienda possono essere molteplici¹¹:

- Lo sfruttamento di economie di scale e di scopo nelle funzioni di produzione e distribuzione: l'azienda risultante dall'aggregazione può infatti svolgere una data funzione o un'attività in modo più efficiente rispetto alle due aziende considerate singolarmente; ad esempio può beneficiare di risparmi relativi a spese di ricerca e sviluppo, produzione, marketing e vendita. L'impresa sarà in grado di ottenere una riduzione dei costi ed un aumento dell'efficienza, legato ad un maggior volume di produzione (economie di scala). Per ciò che riguarda le economie di scopo, si intende il risparmio derivante dalla produzione congiunta di prodotti diversi con gli stessi fattori produttivi (stesse risorse, stessi impianti, stesso know-how);
- Benefici di natura finanziaria e vantaggi di natura fiscale: tra i primi abbiamo la possibilità di sfruttare profitti derivanti dall'utilizzo dello scudo fiscale, dall'evitare costi relativi al fallimento o all'aumento della leva finanziaria. Infatti, tramite una fusione con un'azienda meno indebitata, l'impresa può aumentare il suo grado di indebitamento (leverage) e ridurre il costo del capitale. In particolare, le aggregazioni rappresentano un modo per offrire finanziamenti a basso costo da parte dell'acquirente a società con difficoltà finanziarie. Per quanto riguarda i benefici fiscali, la società incorporante potrebbe usare le perdite pregresse dell'altra impresa, per ridurre i propri oneri fiscali; inoltre le maggiori dimensioni della nuova società possono portare ad ulteriori benefici di natura fiscale, poiché, migliorando il proprio rapporto di indebitamento, l'impresa può usufruire di

un ammontare di debito maggiore, i cui interessi passivi saranno dedotti in misura maggiore del reddito imponibile.

- Aumento del potere di mercato: le operazioni di M&A potrebbero determinare un aumento dei prezzi dei prodotti, a vantaggio dell'azienda risultante dall'aggregazione, e delle altre aziende concorrenti dello stesso settore. Diventando un'azienda dominante nel settore, le due imprese potrebbero colludere per limitare la produzione e aumentare i prezzi, e, di conseguenza, migliorare i propri profitti ed il proprio valore.
- Sfruttare la complementarità di risorse e mercati: L'operazione di M&A, può, infatti, avvenire con l'obiettivo di combinare risorse e competenze complementari, in particolare quando la società acquisita e quella acquirente hanno risorse e competenze distinte in aree diverse. La complementarità può anche riguardare i prodotti e i mercati di riferimento delle due società: infatti, differenze nella posizione geografica o nel segmento dei prodotti rappresentano motivazioni importanti per l'attuazione delle operazioni di M&A.
- Diversificazione del portafoglio di prodotti e servizi offerti: l'acquisizione può essere attuata per aumentare la gamma di prodotti e di servizi offerti al mercato e anche per diversificare il rischio derivante dall'operare in un solo mercato, sfruttando le risorse e le competenze delle imprese interessate all'operazione.
- Sfruttare economie di integrazione manageriale: attraverso la sostituzione nell'impresa acquisita del top management da parte dell'acquirente in quanto si ritiene che i nuovi dirigenti abbiano competenze ritenute più appropriate per la gestione dell'impresa e che sapranno gestire al meglio la fase di integrazione una volta avvenuta l'operazione
- Eliminazione delle inefficienze: un'altra motivazione, spesso alla base della decisione di acquisire, è la possibilità di eliminare le inefficienze della società che ci si appresta ad inglobare, come, ad esempio, opportunità non sfruttate, possibili costi da tagliare o vendite ed utili che si ritiene di poter migliorare. Si tratta, in particolare di valorizzare, sotto la propria gestione

manageriale, le potenzialità inesprese della società, che si intende acquisire.

1.6: Gli svantaggi delle operazioni di M&A:

Dopo aver analizzato le principali motivazioni per cui le imprese possono decidere di attuare operazioni di fusione e acquisizione, vantaggi positivi che consentono all'azienda di creare sinergie positive ed aumentare il valore dell'impresa, approfondiamo ed esaminiamo le criticità presenti e connesse all'implementazione di queste operazioni. Fare operazioni di mergers and acquisitions, non è infatti così semplice, e le aziende non devono sottovalutare i potenziali rischi che potrebbero presentarsi. I principali rischi e problemi a cui possono andare incontro le imprese sono i seguenti:

- Perdita dei clienti, che non accettano positivamente l'operazione. Ciò avviene solitamente quando i clienti subiscono dei disservizi nella fase successiva alla realizzazione dell'operazione o una modificazione delle condizioni contrattuali precedentemente accordate.
- Rischio di sovradimensionamento strutturale che comporta un aumento dei costi fissi, con conseguente aumento del costo medio. Tutto ciò può rendere l'impresa più rigida e meno capace di far fronte alle continue oscillazioni del mercato.
- Possibili problemi di coordinamento, all'interno dell'organizzazione, dovuto alla mancanza di necessari collegamenti tra il personale delle diverse aziende. Molto spesso, infatti, il personale non vuole entrare a far parte di una nuova impresa e possono esserci scontri tra diverse culture aziendali, oltre che importanti differenze gestionali ed organizzativi.
- Il costo effettivo dei processi di fusione e acquisizione può rivelarsi superiore rispetto a quanto pianificato in fase di analisi delle attività e delle strategie da apportare ed attuare per formalizzare l'operazione.

1.7: Le diverse tipologie delle operazioni di fusione e acquisizione

Le differenze tra le operazioni di fusione e acquisizione sono state già precedentemente illustrate, in parte, nei paragrafi precedenti. Si è parlato, infatti, di fusioni per incorporazione, di fusione in senso stretto di fusione orizzontale o verticale, così come di acquisizione di partecipazioni (totalitarie, di maggioranza o di controllo). All'interno delle stesse operazioni si possono, però, riscontrare ulteriori tecniche e modalità di acquisizione aziendale tra cui:

- Le fusioni conglomerali (unrelated acquisitions): che indicano l'unione tra due imprese che hanno un portafoglio di attività non direttamente correlato; si tratta quindi di una fusione tra imprese non provenienti dal medesimo settore. A differenza delle fusioni correlate (orizzontali o verticali), in cui l'azienda può avere vantaggi relativi all'aumento della concentrazione del mercato, alla crescita della quota di mercato, nonché quelli di diminuire la concorrenza diretta, internalizzando le esternalità e riducendo gli sprechi e i rischi, con la fusione conglomerale, l'impresa acquirente ha la possibilità di diversificare sia la produzione che il mercato. La mancanza di esperienza e di familiarità dell'acquirente, rispetto al settore di attività dell'azienda acquisita rende, però, questo tipo di operazione più rischiosa e molto meno diffusa¹².
- Operazioni di buyout: con esse si intende l'acquisizione della maggioranza o della totalità del capitale di un'impresa da parte di un investitore istituzionale insieme al management. In generale, si parla di management buyout (MBO), nel caso in cui, l'operazione è realizzata dai manager interni all'azienda; di management buy in (MBI), nel caso in cui essa è attuata dai manager esterni all'azienda target. Spesso tali tipologie di operazioni sono finalizzate con un mix di equity e di debito: in tal caso si parla di leveraged buy out. Le operazioni di buy out, sono in genere finalizzate a garantire il ricambio proprietario, quando ad esempio, gli azionisti non sono più interessati alla crescita della società oppure vogliono

¹² <https://www.tesionline.it/tesi/brano/le-diverse-tipologie-di-m%26a-m%26a-orizzontali-verticali-conglomerali/26275>

monetizzare gli investimenti effettuati in passato; sono inoltre importanti per favorire il passaggio generazionale, quando nelle società a proprietà familiare è necessario definire un soggetto alla guida dell'impresa. Si parla, infatti, di family buy out, quando alcuni componenti della proprietà familiare acquisiscono il controllo della società. Queste operazioni sono, inoltre interventi che favoriscono la transizione da un capitalismo di tipo familiare ad uno di tipo manageriale, assicurando la continuità aziendale anche nel caso in cui non vi siano successori familiari interessati o disponibili a guidare la società nel futuro. La struttura dell'operazione, vede molto spesso il concorso, nel finanziamento dell'acquisizione della società target, di un mix di equity, fornito dall'investitore istituzionale e dal management, e debito, generalmente fornito da uno o più istituti di credito, in base all'entità dell'importo da finanziare¹³.

In particolare in leveraged buyout (LBO) è un'operazione di finanza, che consiste nell'acquistare una società con denaro preso a prestito dalle banche. Di solito si riferisce a società quotate in borsa. Questa operazione, molto utilizzata dalle imprese, sfrutta la capacità di indebitamento della società acquisita, dal momento che la garanzia del prestito è costituita dai cespiti della società obiettivo. Il LBO, consiste, quindi, nell'acquistare la quota di maggioranza di un società, laddove l'acquirente non abbia in partenza tutto il denaro necessario. In alcuni casi il leveraged buyout può non riguardare tutta l'azienda, ma solo un suo ramo o un suo gruppo preciso di attività. Spesso, i beni della società acquistata, detta società target, vengono messi come garanzia collaterale del debito, che può in alcuni casi, diventare insostenibile e far finire in insolvenza la società target¹⁴.

- Un ulteriore distinzione tra diverse tipologie di operazioni di M&A si possono effettuare in base alle modalità di attuazione delle stesse. Possiamo in questo caso distinguere le acquisizioni amichevoli e le acquisizioni ostili; le prime avvengono quando il management dell'azienda target (acquisita) è favorevole all'operazione. L'approvazione avviene tramite il consiglio di amministrazione (CdA), e solitamente, in un'acquisizione amichevole, entrambe le aziende cooperano nella stesura del rapporto e traggono beneficio dallo stesso. Al contrario le acquisizioni ostili avvengono quando l'azienda target non è favorevole ad essere acquisita, oppure non viene

¹³ https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=18868

¹⁴ https://it.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buyout

informata a priori dell'offerta di acquisizione. Per completare l'acquisizione, l'acquirente deve scavalcare il CdA dell'azienda target e cercare di comprare quote direttamente dai suoi azionisti; in questo modo, una volta ottenuto il controllo dell'azienda target, l'acquirente potrà forzare l'operazione di acquisto¹⁵.

- Acquisizione dei rami aziendali: sotto il profilo tecnico, essa può avvenire, rilevando una parte circoscritta dell'attività aziendale, ovvero dei rami aziendali, che vengono ceduti ad un soggetto economico interessato ad inglobarli all'interno della propria struttura produttiva. Data la diversità degli obiettivi sottesi dalle singole parti, è facile comprendere che l'acquisizione di rami, risponde in genere all'esigenza di un rafforzamento competitivo del proprio core business, mentre la cessione è motivata o da strategie di ridimensionamento o dall'abbandono di business ritenuti periferici e poco redditizi. Il valore di un ramo aziendale può determinarsi in modo molto soggettivo: attività aziendali poco remunerative per un'impresa possono avere un valore significativo per altri operatori. Generalmente l'acquisto di rami aziendali riguarda: prodotti singoli o famiglie di prodotti, reti commerciali, divisioni o aree strategiche di affari, impianti di produzione specifici. Questa operazione procura indubbi vantaggi, ovvero: velocizza i tempi di realizzazione del progetto, consente il conseguimento di sinergie produttive e commerciali più specifiche, riduce fortemente l'esborso finanziario ed elimina il rischio di insuccesso rispetto all'alternativa interna¹⁶.

Infine, come ultima alternativa possiamo definire brevemente, alcune tipologie di operazioni di acquisto riservate unicamente alle società quotate. Esse possono, infatti, generare offerte pubbliche d'acquisto (OPA), con essa si intende un'operazione di borsa mediante cui una persona fisica o giuridica dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di essere disposta a comprare i loro titoli ad un prezzo superiore a quello di borsa, per acquisire o rafforzare il suo controllo sulla società in questione. Se il corrispettivo pattuito è in denaro, si ha un'offerta pubblica d'acquisto in senso stretto, se, invece, è costituito da altri titoli si ha un'offerta pubblica di scambio (OPS), se, infine è costituito da denaro e titoli si ha un'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS)¹⁷. In questo

¹⁵ <https://www.pecunya.com/it/enciclopedia/acquisizione/>

¹⁶ Conca V., 2010, Le acquisizioni, valutare e gestire i processi di crescita, quarta edizione, Egea, Milano, pp.18-19

¹⁷ <https://www.treccani.it/enciclopedia/offerte-pubbliche-di-acquisto/>

ambito si può inoltre definire e presentare le operazioni di rastrellamento (remassage) e di permuta: nel primo caso, si tratta di un'acquisizione di quote di partecipazione sul mercato borsistico, generalmente minoritario, in particolare riguarda una serie coordinata di acquisti, ciascuno avente per oggetto partite limitate di azioni. Esso è finalizzato all'accumulo di un consistente numero di titoli della società da acquisire, e, molto spesso, costituisce un'operazione preliminare rispetto ad un'OPA. La permuta, invece è una modalità di acquisizione che può avere per oggetto sia immobilizzazioni tecniche che immobilizzazioni finanziarie, e si contraddistingue per il fatto che la modalità di pagamento è rappresentata da altre immobilizzazioni tecniche e/o finanziarie.

CAPITOLO 2 – I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Nel primo capitolo abbiamo illustrato, in modo esaustivo, le principali caratteristiche delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A). In questa seconda parte della tesi andremo ad introdurre le principali fasi del processo di acquisizione e ci concentreremo soprattutto sulla parte relativa alla valutazione e sui principali metodi valutativi utilizzati nelle operazioni relative alle imprese. Partiremo, quindi, da una rapida distinzione delle principali fasi e caratteristiche del processo di acquisizione e ci concentreremo, in particolare, nel descrivere in modo dettagliato ed esaustivo la fase di valutazione, elencando i principali metodi di valutazione aziendale utilizzate per determinare il valore dell'azienda da acquisire, ed illustrando le motivazioni sottostanti la scelta di un metodo piuttosto che di un altro. L'obiettivo finale del capitolo sarà quindi quello di proporre una chiara definizione del concetto di valore aziendale e di presentare, di conseguenza, i diversi metodi e tecniche valutative utilizzate.

2.1: Le principali fasi del processo di acquisizione

Il processo di acquisizione aziendale può essere definito come un'operazione tramite cui, un'impresa diventa proprietaria o entra come controllante di un'altra, tentando, in questo modo, di favorire e incentivare la crescita aziendale ed attuare

le proprie strategie di creazione di valore¹⁸. Come già visto nel primo capitolo dell'elaborato, queste operazioni di acquisizione, che rientrano all'interno delle strategie di crescita per linee esterne, sono spesso le modalità più semplici e veloci, per raggiungere gli obiettivi di sviluppo e di valorizzazione dell'impresa. Esse, sono comunque delle operazioni non immediate; per svilupparle ed attuarle in maniera corretta, c'è bisogno, infatti, di seguire un processo preciso e codificato che si compone di varie macro fasi, con delle caratteristiche definite. Queste fasi si presentano, normalmente in via sequenziale, in modo tale che, alla conclusione di ognuna, segua il passaggio automatico a quella successiva. La relazione tra ogni fase è molto stretta, in quanto l'output, del momento precedente, diventa l'input per quello che lo segue; per questo motivo il processo si sviluppa in modo organico solo quando i risultati di ogni stadio del processo sono coerenti rispetto al contenuto ed agli obiettivi in questione. In termini generali, il processo si articola sinteticamente in tre macro fasi, che identificano i principali problemi che devono essere superati, per procedere nella decisione¹⁹.

- ✓ La prima fase è rappresentata dall'analisi e dalla valutazione strategica: essa è preventiva, nella fase iniziale e, in questo caso, il fattore critico è rappresentato dalla correttezza della visione strategica di fondo, che deve fornire informazioni atte ad intuire e dimostrare, se e come l'acquisizione possa essere una soluzione idonea e fattibile.
- ✓ La seconda macro fase attiene agli aspetti di gestione della negoziazione e di conclusione dell'accordo; essa comprende una serie di sottofasi sequenziali attraverso cui si arriva al "closing", momento che porta alla firma del contratto definitivo di acquisizione ed al successivo passaggio del controllo della società ai nuovi soci. Nella trattativa assumono grande rilevanza alcuni importanti aspetti, tra cui: l'effettivo grado di interesse da parte di ambedue le parti a concludere l'operazione; la forza contrattuale specifica, dalla quale dipendono le condizioni di scambio: la capacità di trovare soluzioni tecniche in grado di superare i contrapposti interessi delle controparti.
- ✓ Infine, la terza macro fase è quella di integrazione ex post, in cui il management della società acquirente è chiamato a realizzare gli obiettivi

¹⁸ <https://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione/>

¹⁹ Conca V., 2010, Le acquisizioni, valutare e gestire i processi di crescita, quarta edizione, Egea, Milano, pp. da 39 a 42.

individuati nell'acquisizione; si tratta, quindi, di gestire una nuova struttura e di riuscire a renderla compatibile con quella preesistente, sfruttandone tutte le potenzialità. La necessità di procedere all'integrazione post acquisizione si pone esclusivamente nei casi in cui l'acquirente intende assorbire la società acquisita, imponendole nuovi criteri gestionali ma lasciandole, comunque, autonomia dal punto di vista giuridico.

2.2: La valutazione d'azienda

Entrando nel dettaglio della valutazione d'azienda, essa consiste in quel processo di stima finalizzato, attraverso disparate tecniche e metodologie, alla determinazione del valore del capitale economico di un'azienda. Il valore di una società è dato dalla capacità di generare flussi di cassa (cash flow), in altre parole valutare un'azienda significa stimare i flussi di cassa, attualizzandoli ad un tasso che rappresenti la rischiosità ad essi associata, per tradurli in valore. Nonostante questo processo avvenga, spesso, nell'ambito di un'acquisizione aziendale, tale per cui l'impresa, che acquisisce l'azienda target vuole capire il suo valore, quest'attività non va confusa con l'analisi di bilancio²⁰. In questa parte dell'elaborato cercheremo di fornire un quadro sintetico che racchiuda le principali caratteristiche e differenze dei processi di valutazione, in funzione dei contesti e delle finalità per cui vengono applicati.

La valutazione d'azienda deve risultare una misurazione contraddistinta il più marcatamente possibile dalle seguenti caratteristiche²¹:

- Generalità: la stima deve risultare valida per ciascun potenziale acquirente in normali condizioni di mercato, indipendentemente dall'utilità d'acquisizione, della natura, dei particolari interessi, della forza contrattuale dei soggetti che prendono parte alla negoziazione;

²⁰ [https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_(azienda))

²¹ [https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_(azienda))

- **Razionalità:** un metodo di valutazione deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica, così da non dare adito ad obiezioni di sorta;
- **Obiettività:** la valutazione non deve subire l'influenza del soggetto che effettua la stima e il metodo deve ritenersi concretamente applicabile, basato su dati certi o almeno credibili;
- **Dimostrabilità:** le grandezze ed i dati che nelle formule sono attribuiti a variabili e parametri devono essere, non solo attendibili ma anche verificabili, il processo, cioè, deve risultare replicabile;
- **Stabilità:** la stima non deve vivere costanti oscillazioni in virtù di elementi contingenti o cambiamenti di opinione; questo significa che eventuali mutazioni di valore nel breve termine siano da ascrivere solamente ad errori ab origine o ad eventi imprevedibili.

La necessità di conoscere il valore di un'azienda può essere dettata da ragioni differenti che influenzano le tecniche utilizzate nel processo ed anche i risultati che da esse si ottengono. Ciò avviene perché valutare un'impresa, non significa ricercare un valore oggettivo che sia unico, poiché gli input necessari alla valutazione lasciano grande spazio ad interpretazioni e giudizi soggettivi.

La valutazione d'azienda è un'operazione necessaria in determinate situazioni, ad esempio durante operazioni straordinarie che comportano fusioni, scissioni o acquisizioni (operazioni di M&A), in fase di aumento di capitale, di vendita di pacchetti azionari o di recesso di un socio, in tutte le attività di emissione di azioni e/o obbligazioni ed i processi di quotazione nei mercati finanziari (IPO), l'investimento nel capitale di rischio di società non quotate (private equity e venture capital), quando le aziende hanno necessità di finanziamenti tramite debito per sostenere l'espansione o affrontare problemi di flussi di cassa; infine possiamo effettuare valutazioni anche per finalità interne alle imprese (auto-diagnosi) e per calcolare il valore ai fini fiscali e legislativi²².

²² <https://www.pmi.it/economia/mercati/363139/valutazione-dazienda-esempi-e-casi-pratici.html>

2.3: I principali metodi di valutazione

Nei paragrafi seguenti si fornirà, come già anticipato, una sintesi delle varie metodologie utilizzate nella dottrina e nella prassi per quantificare il valore di un'impresa alla luce dell'ambiente nel quale la stessa opera, considerandone le caratteristiche strutturali, il business intrapreso ed i vincoli a cui è sottoposta. A tal proposito andremo ad affiancare, al più utilizzato metodo finanziario, metodi basati sugli elementi patrimoniali dell'impresa e sui componenti immateriali, prime fra tutte l'avviamento. La dottrina è solita distinguere tra metodi basati sui fondamentali aziendali, ovvero sui risultati patrimoniali, reddituali o finanziari e metodi in cui il valore è determinato tramite un approccio relativo, "per relazione". Nel primo caso si parla di metodi diretti, in quanto si apprezza l'impresa servendosi di caratteristiche direttamente afferenti l'impresa stessa. Nel secondo caso, invece, il valore dell'impresa è determinato per "comparazione", ovvero prendendo come parametro alcuni indicatori di mercato stimati su imprese simili.²³

2.4: Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale rientra all'interno dei metodi diretti di valutazione, che utilizzano grandezze stock o flusso dell'impresa per determinare il valore economico del capitale o enterprise value. Questo metodo di valutazione esprime il valore di un'azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo, dalla cui contrapposizione emerge l'entità del patrimonio netto. Tale impostazione offre, proprio per sua natura, una visione dell'azienda fondata su una rappresentazione delle sue componenti patrimoniali, la cui preventiva valorizzazione avviene con appropriate metodologie. La fase applicativa del metodo patrimoniale si caratterizza per la presenza di alcuni momenti fondamentali;

1. Il calcolo del capitale netto di bilancio, che deriva dalla sommatoria del capitale sociale e delle riserve (formate da utili e rivalutazioni)
2. La rivalutazione degli eventuali elementi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, partecipazioni, titoli) a valori correnti e

²³ Damodaran A., Roggi O., Finanza aziendale, applicazioni per il management, 2015, quarta edizione, Maggioli Editore pp.718-720

l'attualizzazione dei crediti e dei debiti. Ciò può far emergere delle plusvalenze o delle minusvalenze, dovute al fatto che le immobilizzazioni sono valutate sulla base del realistico valore di mercato²⁴.

In questo criterio l'elemento fondamentale è il bilancio, che dovrà essere revisionato, per verificare che gli elementi attivi e passivi siano indicati correttamente rispettando i principi contabili. Successivamente si procederà a rettificare ed integrare le voci di bilancio, fino ad ottenere un prospetto in cui le attività e le passività siano valutate al valore corrente, cioè al valore reale alla data di riferimento della stima. Ottenuto ciò si farà la differenza tra attivo e passivo e il risultato sarà il patrimonio netto rettificato, nonché il valore effettivo dell'azienda in quel momento.

Esistono due diversi tipi di metodo patrimoniale, a seconda che si considerino o meno le attività intangibili, non iscritte in bilancio, il metodo si divide in:

- Metodo patrimoniale semplice: in cui partendo dal bilancio, la valutazione avviene scomponendo il patrimonio aziendale in singole attività e passività. Una volta scomposto si procederà integrando o rettificando le componenti del bilancio d'esercizio, in aumento o in diminuzione, in funzione di eventuali differenze tra i valori iscritti al bilancio e i valori correnti individuati dalla stima.

$$W = K$$

Dove: W= valore dell'azienda

K= patrimonio netto rettificato= Patrimonio netto contabile + variazioni in aumento – variazioni in diminuzione

Il valore risultante viene chiamato **patrimonio netto rettificato**, e rappresenta il valore dell'azienda alla data di riferimento.

Il limite fondamentale di tale metodo è quello di trascurare gli elementi immateriali non iscritti in bilancio, a seguito di acquisizione a titolo oneroso, non valutando neppure le potenzialità di crescita dell'impresa. In conseguenza di ciò è stato sviluppato anche un metodo patrimoniale complesso.

²⁴<https://www.bpexcel.it/il-business-plan-nella-valutazione/>

- Il metodo patrimoniale complesso, invece, è simile al precedente, ma viene poi integrato con un ulteriore passaggio:

$$W = K + I$$

Dove: W= Valore dell'azienda

K= Patrimonio netto rettificato

I= Valore dei beni immateriali stimati

Partendo dal patrimonio netto rettificato, calcolato con il metodo patrimoniale semplice, si procede sommando il valore dei beni immateriali formati internamente e non contabilizzati in bilancio, ad esempio: avviamento, brevetti, costi di ricerca e sviluppo, licenze, marchi. Nel caso in cui si decidesse di inglobare queste grandezze immateriali, bisognerà verificare la non contrapposizione con intangibili già identificati, e motivare la scelta di includere tali elementi nella valutazione²⁵. Per concludere questo metodo viene generalmente utilizzato per stimare il valore di imprese in cui le attività intangibili, iscritte in bilancio, rappresentano la maggior parte del valore e su cui c'è minore incertezza di misurazione. Esso, perciò, trova principale applicazione nel campo delle imprese finanziarie (banche, assicurazioni) e di quelle immobiliari.

2.5: Il metodo reddituale

Il metodo reddituale stima il valore di un'azienda prendendo in considerazione il reddito che questa è in grado di generare e distribuire nel lungo periodo. La variabile di riferimento è il reddito atteso futuro, tenendo conto dell'orizzonte temporale per cui, come per il metodo finanziario, è necessario attualizzare o capitalizzare i flussi di reddito ad un tasso che tenga conto del rischio operativo e finanziario dell'impresa. La formula utilizzata per il calcolo è molto semplice ed immediata, ed è la seguente:

$$W = f(R)$$

Si tratta, quindi, di una funzione di attualizzazione dei flussi di reddito attesi (R). Per applicarla si eseguirà una sommatoria dei valori attuali dei redditi stimati. Questo procedimento richiede l'individuazione di tre parametri chiave:

²⁵ <https://marcovezzoli.com/metodo-patrimoniale/>

1. La stima dei flussi di reddito futuri
2. La distribuzione temporale dei flussi di reddito
3. Il tasso di attualizzazione

Tali parametri dovranno essere trasformati dal valore nominale al valore reale. Per una corretta applicazione del metodo reddituale, è necessario:

- ❖ Quantificare il reddito medio prospettico: tenendo conto sia dei risultati storici evidenziati negli esercizi precedenti, che delle nuove strategie programmate dall'azienda nei propri piani pluriennali. Il reddito prospettico che deve venir fuori, non coincide quasi mai con l'utile di bilancio, infatti esso deve essere dapprima normalizzato, eliminando dai redditi degli anni precedenti le componenti di natura straordinaria o non caratteristica e, successivamente devono essere svolte tutte le eventuali rettifiche ed integrazioni; infine si procederà a calcolare la media semplice o ponderata e il risultato identificherà un **reddito medio normalizzato**, che inseriremo nella funzione di attualizzazione. Questo risultato dovrà inoltre, se necessario essere riespresso, come già detto a valori correnti per annullare gli effetti dell'inflazione.
- ❖ Dopo aver calcolato il reddito medio prospettico, il secondo passaggio è quello di individuare un orizzonte temporale congruo, decidendo soprattutto, se utilizzare un orizzonte temporale illimitato, (opzione preferita nella maggior parte dei casi, essendo l'azienda un'istituzione destinata a perdurare nel tempo) oppure finito (di norma almeno 5 anni), preferibile, quando si parla di un'impresa che opera su uno specifico progetto limitato nel tempo²⁶. L'importanza di decidere un arco temporale congruo, è data dalla sua capacità di influenzare il capitale economico (valore) dell'azienda e comportare un diverso utilizzo nella funzione di attualizzazione. A seconda della diversa durata si utilizzerà una funzione di:
 - 1) Rendita perpetua: quando si utilizza un arco temporale di natura infinita. Questa funzione necessita di un unico flusso di reddito atteso, generalmente si tratta del reddito medio normalizzato di lungo periodo.

²⁶ <https://www.pmi.it/impresa/contabilita-e-fisco/352426/valutazione-aziendale-con-metodo-reddituale-calcolo-ed-esempi.html>

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

Dove: W = Valore dell'impresa

R = Flusso di reddito medio normalizzato

i = tasso di attualizzazione

2) Rendita a durata definita: si applica quando si riesce a stabilire un numero di anni definito in cui l'azienda sarà in grado di generare reddito. In questo caso, per i primi anni, si useranno flussi di reddito analitici e, dopo, per gli anni successivi, si passerà ad un valore medio. Al termine del periodo determinato può essere anche inserito un ulteriore ultimo flusso chiamato Terminal Value (TV), che rappresenterà il valore residuo dei beni rimasti in capo all'azienda:

$$W = \sum \frac{r}{(1+i)^t}$$

Dove: W = Valore dell'azienda

i = Tasso di attualizzazione

\sum = Sommatoria dei flussi di reddito attualizzati t = anni di distanza a t0

R = Flusso di reddito

La scelta dell'arco temporale dipenderà da una moltitudine di fattori ad esempio: brevetti, ciclo di vita del prodotto e del settore, concessioni e licenze, dinamicità dell'ambiente competitivo, dimensioni dell'azienda, equilibrio economico-finanziario-patrimoniale, grado di rischio dell'attività svolta, velocità di rinnovo degli impianti²⁷.

❖ Infine, si dovrà scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica che i rischi affrontati dall'azienda. Esso dipenderà dal rischio legato al verificarsi dei flussi; a seconda dell'approccio scelto, per calcolare il tasso di attualizzazione si può scegliere tra: IL costo medio ponderato del capitale (WACC) o il Costo del capitale (Ke).

In conclusione, l'utilizzo del metodo patrimoniale è preferibile nelle aziende strutturate, che godono di una buona stabilità economico, finanziaria e

²⁷ <https://marcovezzoli.com/metodo-reddituale/>

patrimoniale. Per applicare questo metodo è fondamentale poi disporre di un'ottima base informativa tra cui: bilancio d'esercizio degli ultimi 3-5 anni, budget, business plan previsionali, piani industriali, proiezioni future. Questo metodo però ha anche dei limiti applicativi importanti, tra i principali citiamo il fatto che esso si basa su valori economici fortemente influenzate dalle politiche di bilancio relative ad ammortamenti, svalutazione crediti, ed altri costi non monetari, e che trascura completamente le componenti relative alla gestione del circolante. Infatti, solo analizza i flussi di cassa della gestione complessiva dell'impresa sarà possibile rimuovere questo limite. Per questo tale metodo trova scarsa applicazione nell'ambito delle operazioni di finanza straordinaria²⁸.

2.6: I metodi finanziari; la Discounted Cash Flow Analysis (DCF)

Dopo aver presentato ed illustrato i metodi non finanziari, nel paragrafo seguente, approfondiremo la descrizione dei principali metodi utilizzati in presenza di operazioni di valutazione ovvero il Discounted Cash Flow Analysis (DCF) e il Dividend Discount Model (DDM). Queste metodi, rientrano all'interno delle metodologie finanziarie, e sono, generalmente ritenuti i più razionali ai fini della valutazione dell'azienda, in quanto fanno propria la logica con cui vengono "prezzate" le attività finanziarie. I metodi finanziari servono, infatti per valutare un'azienda, in base ai flussi monetari o flussi di cassa che si prevede questa sarà in grado di generare in futuro. Il valore sarà quindi dato dalla somma di questi flussi attualizzati. Gli elementi essenziali per la sua applicazione sono quindi tre:

- I flussi monetari o di cassa
- La distribuzione temporale dei flussi

²⁸ <https://docenti.unimc.it/lorenzo.salieri/teaching/2014/13112/files/Al%20Lezione%2010.pdf>

- Tasso di attualizzazione

A differenza, però del metodo reddituale che abbiamo descritto in precedenza, qui utilizzeremo i flussi di cassa attesi. Ciò ci consentirà di valutare anche le dinamiche del capitale circolante netto e i futuri investimenti o disinvestimenti²⁹.

2.7: La Discounted Cash Flow Analysis (DCF):

Questo metodo determina il valore di un'azienda, sulla base del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa si presume possa generare negli esercizi futuri. Il DCF, può essere analizzato, come approfondiremo successivamente seguendo due differenti approcci: l'approccio asset side e l'approccio equity side; nel primo caso il metodo si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili unicamente per gli azionisti, mentre nel secondo caso esso si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per tutti coloro che apportano risorse finanziarie in azienda, Questi due approcci si differenziano sia per l'applicazione di differenti tassi di attualizzazione (il WACC nell'approccio asset side e il Ke nell'approccio equity side), ma anche per l'utilizzo di diversi flussi di cassa da attualizzare si useranno, infatti, il flusso di cassa FCFO, nell'approccio asset side e il flusso di cassa FCFE nell'approccio equity side.

Come già detto questo metodo si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, che si prevede saranno prodotti dalla gestione aziendale; la formula è la seguente:

$$W = \sum \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^t} + SA$$

Dove: W = Valore dell'azienda

\sum = Sommatoria flussi di cassa attualizzati

F = Flusso di cassa (FCFO o FCFE)

i = Tasso di attualizzazione (WACC o Ke)

t = Anni di distanza da t0

²⁹ <https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

SA = Valore di attività marginali da dismettere

TV= Terminal Value $TV = \frac{F}{i}$ o $TV = \frac{F(1+g)}{(1-g)}$ (nel caso di flussi in crescita)

Una volta individuati i flussi di cassa, come possiamo osservare dalla formula, dobbiamo procedere con l'attualizzazione, essa di solito avviene in due parti: la prima considera un arco temporale di 3/5 anni, mentre la seconda attualizza un periodo molto più lungo, prossimo all'infinito, chiamato Terminal Value (valore residuo). In pratica questo valore corrisponde al valore attualizzato di una rendita perpetua di un flusso sostenibile nel lungo periodo, la cui stima può essere fatta prendendo l'ultimo flusso previsto dal piano aziendale maggiorato di un tasso di crescita g , oppure prendendo multipli di società comparabili (Ebit, Ebitda). Il calcolo del Terminal Value deve essere fatto in maniera molto precisa, poiché esso ha la capacità di influenzare fortemente il risultato della valutazione. Una volta calcolato il TV, bisognerà poi attualizzarlo al tempo t_0^{30} .

Entrambe le componenti della formula saranno, come detto, attualizzate per un tasso di attualizzazione i che può assumere la forma del WACC (approccio asset side) o del Ke (approccio equity side); inoltre, visto che i tassi di attualizzazione riflettono il grado di rischio, si potrebbe avere la possibilità che, per l'attualizzazione del TV si possa utilizzare un tasso più alto dato il maggior rischio richiesto dall'imprevedibilità del lungo periodo.

Come già accennato in precedenza, i due diversi approcci prevedono anche l'utilizzo di diversi flussi di cassa; nell'individuazione dei flussi monetari, generalmente si parte dal budget o dai piani previsionali redatti dal management aziendale; essi consentono di fare previsioni sui futuri andamenti finanziari, reddituali e patrimoniali dell'impresa, queste previsioni dovranno essere analizzate ed eventualmente rettificare. Dai valori ottenuti si andranno poi a determinare i flussi necessari alla valutazione, a seconda dell'approccio scelto.

L'approccio maggiormente utilizzato è l'asset side (Unlevered DCF), tipicamente usato per valutare aziende industriali o comunque di servizi non finanziari, utilizza i flussi di cassa disponibili per l'impresa (ovvero per tutti gli investitori: sia azionisti che terzi finanziatori) Questo approccio considera il valore dell'azienda in funzione della sua attività operativa, attualizzando flussi di cassa

³⁰ <https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

unlevered, comunemente indicati come FCFO (free cash flow operativo) e che vengono determinati partendo dall'EBITDA (o MOL) nel seguente modo:

EBITDA (o Margine operativo lordo) –

Ammortamenti e accantonamenti =

EBIT –

Imposte +

Ammortamenti e accantonamenti –

Investimenti operativi +

Disinvestimenti operativi +/-

Variazione capitale circolante operativo +/-

Altre variazioni non finanziarie dello stato patrimoniale (fondo TFR, fondo rischi...) =

Flusso di cassa disponibile per azionisti e investitori (FCFO)

Per ciò che riguarda il secondo approccio, quello equity side, utilizziamo, in questo caso i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE- Free cash flow to the equity). Per ottenere questo cash flow si partirà dall'FCFO e si procede rettificando con i flussi finanziari previsti (variazione del debito, oneri finanziari, variazione capitale proprio, dividendi) da cui:

Free Cash Flow Operativo (FCFO) –

Interessi +

Scudo fiscale sugli interessi +/-

Variazione debito finanziario =

Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)

A questo punto, una volta determinati i flussi, l'orizzonte temporale e il tasso di attualizzazione, si potrà eseguire la valutazione d'azienda. Indifferentemente

dall'approccio utilizzato, il risultato dovrebbe essere lo stesso, anche se, a volte, si possono ottenere risultati diversi a causa delle molteplici variabili e parametri utilizzati nei calcoli³¹. I metodi finanziari analizzati nel paragrafo hanno anche dei limiti e delle problematiche applicative da considerare tra cui:

- L'elevata soggettività, dovuta alle ipotesi necessarie per la stima puntuale dei flussi di cassa durante il periodo di previsione
- La limitata attendibilità della previsione dei flussi di cassa disponibili oltre un certo numero di anni
- Problematiche legate alla determinazione del K_e (tasso di attualizzazione), nel caso di società non quotate; le difficoltà aumentano nel caso la società da valutare appartenga a sistemi economici in cui i mercati mobiliari sono poco sviluppati.

2.8: Il Dividend Discount Model (DDM)

Il Dividend Discount Model (DDM) è un modello utilizzato per stimare il valore di un'impresa basandosi sull'attualizzazione dei dividendi che da essa ci si attende. La logica sottostante all'applicazione è simile a quella utilizzata nel DCF, con la differenza che questo si focalizza sui dividendi distribuibili agli azionisti, piuttosto che sui flussi di cassa operativi attesi³². Questo modello si basa sull'ipotesi che il guadagno di un investitore che acquista le azioni di un'impresa sia formato da due componenti: i flussi di dividendo futuri attesi e il prezzo a cui realizzerà le azioni nel momento della cessione a terzi. Non essendo però prevedibile il momento in cui l'investitore dismetterà le azioni, una soluzione adottata per risolvere tale problema è quella di ipotizzare che l'investimento venga detenuto senza limiti temporali e che il dividendo corrisposto nell'ultimo anno di previsione, si manterrà per sempre oppure, che continuerà a crescere, oltre il periodo di previsione ad un tasso costante "g". Nel

³¹ <https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

³² <https://www.yon.it/blog/metodo-per-la-stima-del-valore-intrinseco-di-unazione-sulla-base-dellattualizzaz>

primo caso utilizzeremo una formula che andrà a considerare appunto un flusso di dividendo infinito da cui il valore dell'azione a scadenza, sarà pari alla capitalizzazione di una rendita perpetua per cui la formula da utilizzare sarà:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + Ke)^t}$$

Dove: D = Dividendo

t = anni di distanza da t0

W = Valore dell'azienda

Ke = Costo del capitale

Nel secondo caso si ipotizza un tasso di crescita dei dividendi costante nel tempo (g). Nella pratica, in realtà, una crescita aziendale costante è parecchio semplificativa, sarebbe più realistico ipotizzare una forte crescita nel breve periodo ed un sempre maggiore assestamento verso lo zero nel lungo. La formula in questione sarà:

$$W = \frac{D_0(1 + g)}{(Ke - g)}$$

Tale modello è noto come modello di Gordon e, in esso, si prevede anche una riduzione del rischio, con conseguente calo del tasso di attualizzazione³³.

Il modello del Dividend Discount Model, ha però dei limiti applicativi importanti; il principale è che i dividendi non rappresentano una misura di creazione di valore su un orizzonte temporale definito, nonostante il valore di un'azienda sia determinato dagli stessi dividendi. Un'azienda che non crea valore può, infatti, indebitarsi per distribuire dividendi, mentre aziende altamente profittevoli, possono decidere di non distribuire alcun dividendo. La scelta legata alla distribuzione dei dividendi è frutto, infatti, delle decisioni strategiche del management aziendale e possono quindi falsare la realtà dell'impresa.

Data, quindi l'inaffidabilità del DDM, questo metodo va usato su un orizzonte temporale molto lungo e su aziende stabili e di grosse dimensioni. Ecco perché,

³³ <https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

nella prassi si predilige l'utilizzo del metodo DCF, che consente di superare i limiti del DDM, adottando un focus sui flussi di cassa³⁴.

2.9: Il metodo dei multipli di mercato

L'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato, è quello di stimare il valore di un'attività, sulla base dei prezzi registrati dal mercato per attività simili. Attraverso il metodo dei multipli, la stima del valore di un'impresa avviene quindi individuando, per un gruppo di imprese comparabili, una relazione tra prezzi e quantità contabili (utili, ricavi, patrimonio netto). Il metodo dei multipli è basato sull'ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione possibile del valore dell'impresa, ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

Il processo applicativo dei multipli di mercato, si articola nelle seguenti fasi:

- L'individuazione delle società quotate attive nello stesso settore di attività dell'impresa-obiettivo, e quindi la formazione di un campione ristretto
- La selezione, all'interno del campione delle aziende con margini reddituali ed indici finanziari comparabili con la società oggetto di analisi;
- La rilevazione ed elaborazione dei multipli, che si ritengono significativi per le società selezionate;
- Il calcolo del valore dei multipli per le società selezionate;
- L'applicazione di correttivi ai multipli precedentemente calcolati, per evitare effetti distorsivi nella valutazione;
- L'applicazione dei multipli calcolati e corretti all'azienda per ottenere il valore ed il risultato della valutazione

Esaminando più nel dettaglio questi passaggi, l'operazione di selezione e di campionamento, consiste nel selezionare sul mercato un gruppo di società che per caratteristiche finanziarie e patrimoniali, presenta delle affinità con l'azienda da valutare. Tale analisi deve essere integrata dalla comparazione dell'attività caratteristica dell'impresa e dei fattori critici di successo distintivi. Attraverso lo sviluppo di questi processi si individuano le società effettivamente comparabili.

³⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-discount-model.html>

Per quanto riguarda la scelta dei multipli da utilizzare nella valutazione, anch'essa è influenzata dalle caratteristiche dell'impresa e dal settore in cui opera. I multipli si possono, infatti, suddividere in multipli equity side e multipli asset side, la cui differenza sta nel valore che viene utilizzato al numeratore del multiplo. I multipli equity side sono basati sui prezzi ed esprimono rapporti calcolati con riguardo al valore di mercato del solo capitale; al denominatore avremo una delle seguenti variabili:

- Utile netto
- Utile netto + ammortamenti
- Patrimonio netto contabile
- Patrimonio netto a valori correnti
- Dividendi

Nel secondo caso il numeratore è rappresentato dal valore complessivo delle attività operative aziendali. Al denominatore possiamo avere una di queste grandezze chiave:

- EBIT (reddito operativo)
- NOPAT (reddito operativo al netto delle imposte, in ipotesi di impresa non indebitata)
- EBITDA (margine operativo lordo)
- Fatturato

Nella prassi i principali moltiplicatori utilizzati per la valutazione aziendale possono essere riassunti in:

Equity side multiples	Assets side multiples
P/E (prezzo di borsa/utile d'esercizio);	EV/Sales (Enterprise Value/fatturato);
P/CF (prezzo/cash flow);	EV/EBIT;
P/BV (prezzo/patrimonio netto):	EV/EBITDA

E' possibile inoltre, applicare un'ulteriore distinzione tra i moltiplicatori dividendoli tra multipli current, se si confrontano i prezzi correnti di borsa con i risultati dell'ultimo bilancio disponibile; multipli trailing se si confrontano i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti; multipli

leading, se si confrontano i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi nei prossimi dodici mesi. I multipli calcolati nei modi visti in precedenza, vengono poi applicati alle grandezze aziendali corrispondenti della società obiettivo permettendoci così di determinare il valore aziendale.

L'uso dei multipli, inoltre, avviene secondo due approcci:

- L'approccio delle società comparabili, che fa riferimento ad un campione di società quotate comparabili, e quindi ai prezzi segnati dalle borse da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa-obiettivo
- L'approccio delle transazioni comparabili, che fa riferimento ai prezzi di negoziazioni tipicamente riguardanti pacchetti rilevanti di società comparabili.

Il metodo dei multipli, nonostante sembri di semplice applicazione, presenta anch'esso alcune criticità relative soprattutto alla comparazione tra le aziende. Il problema della soggettività della stima non è infatti superato ma trasferito sulla selezione delle società confrontabili, in quanto la comparabilità tra le imprese è sempre limitata sia per il tipo di attività svolta sia per il rischi imprenditoriale o di mercato, sia per i diversi rapporti di indebitamento³⁵.

Per concludere, in questa parte dell'elaborato abbiamo presentato e spiegato le diverse metodologie e processi valutativi, prendendo in considerazione le caratteristiche, i punti di forza e i limiti applicativi; conoscere a fondo tutte le peculiarità di questi metodi, infatti, può permettere al soggetto valutatore di poter scegliere in modo corretto e preciso le tecniche valutative più appropriate, a seconda del contesto di analisi e degli obiettivi della valutazione. Un ulteriore approfondimento può essere fatto sul valore delle sinergie tra le aziende. Nel caso della valutazione finalizzata alle operazioni di acquisizione aziendale, il processo di determinazione del valore, che poi definirà il prezzo di compravendita, comprende una componente aggiuntiva definita "premio di acquisizione", questo premio incorpora anche i benefici potenziali raggiungibili dall'aggregazione di due realtà aziendali prima separate appunto le sinergie. L'acquirente, nella valutazione, dovrà dunque definire due ordini di valori: quello dell'impresa nelle attuali condizioni di gestione (cosiddetto stand alone) e quello relativo ai benefici prospettici derivanti dal raggiungimento delle sinergie ricercate (che possono essere di natura operativa, finanziaria o fiscale). In

³⁵ <https://docenti.unimc.it/lorenzo.salieri/teaching/2018/18896/files/AI%20Lezione%2010.pdf>

estrema sintesi, in un'operazione di acquisizione che comporti l'ottenimento del controllo aziendale, l'acquirente tenderà a pagare il valore stand alone della società oggetto della compravendita maggiorato di un surplus rappresentativo delle potenziali sinergie ottenibili.

CAPITOLO 3: L'ACQUISIZIONE DI GRANDVISION DA PARTE DI ESSILORLUXOTTICA

Il caso studio scelto per proporre un esempio pratico dell'utilizzo delle metodologie di valutazione aziendale illustrate nel capitolo precedente è l'acquisizione dell'azienda GrandVision, uno dei principali rivenditori di ottica a livello mondiale, da parte del gruppo EssilorLuxottica, leader globale nella progettazione, produzione e distribuzione di lenti oftalmiche, montature e occhiali da sole. Il capitolo, quindi, verterà su due aspetti, nella prima parte si analizzeranno le caratteristiche del settore di riferimento per descrivere le principali motivazioni che hanno portato all'acquisizione strategica da parte di EssilorLuxottica. Successivamente, dopo l'analisi del settore, verrà applicato uno dei modelli valutativi descritti in precedenza, ovvero il metodo dei multipli, per capire in che modo è stato determinato il valore di GrandVision e le aspettative di creazione di valore da parte di EssilorLuxottica tramite l'operazione di acquisizione.

3.1: Analisi settoriale del settore dell'occhialeria

Il settore globale dell'occhialeria, comprende tutti gli attori ed i processi coinvolti nel design, nella produzione e nella vendita al dettaglio dei prodotti di occhialeria; le tre più grandi categorie dell'industria degli occhiali sono, infatti: occhiali, occhiali da sole e lenti a contatto.

Il settore è stato valutato nel 2022 a 169,9 miliardi di dollari e si prevede raggiungerà i 326,6 miliardi di dollari nel 2030 con un tasso di crescita annuale dell'8.5%. Il primo mercato globale si confermano gli Stati Uniti (26% del fatturato), mentre in Europa la Germania, la Francia e l'Italia si distinguono come i paesi più rilevanti. Tra i mercati in via di sviluppo, la Cina è caratterizzata da fattori demografici che portano all'aumento dei tassi di miopia e all'aumento

del reddito disponibile, che portano alla tendenza a non considerare più gli occhiali come un bene di lusso, bensì come un bene necessario e importantissimo per la salute³⁶.

La costante crescita, nel lungo periodo, del settore dell'occhialeria, è dovuto a diversi fattori:

- Fattori demografici quali: l'invecchiamento della popolazione e un conseguente aumento dell'incidenza di malattie della vista. Con il crescente invecchiamento della popolazione, il deterioramento della vista è divenuto un importante problema di salute pubblica; si prevede, infatti, che la miopia raggiungerà livelli epidemici con circa metà della popolazione mondiale colpita.
- Dopo la pandemia da Covid-19, il tempo trascorso davanti agli schermi digitali è aumentato a dismisura, questa continua esposizione crea nuovi bisogni di prevenzione e protezione dai raggi UV.
- Una crescente consapevolezza dei problemi legati alla salute degli occhi ed un conseguente cambiamento anche dello stile di vita dei consumatori che danno maggiore importanza ai problemi legati agli occhi e ai benefici di indossare occhiali da vista e da sole, che aiutano a proteggere gli occhi dai danni nocivi dei raggi solari e della luce blu.
- L'occhiale è diventato un accessorio molto rilevante nel mondo della moda, per questo l'acquisto degli occhiali si sta spostando da una tipologia di acquisto meramente funzionale ad una tipologia spinta dall'emotività. Fattori come l'aumento del reddito disponibile ed il miglioramento degli standard di vita soprattutto nei paesi sviluppati, hanno portato ad un aumento della domanda di occhiali di lusso o di alta qualità di marca³⁷.

Nei prossimi paragrafi andiamo a presentare le due aziende protagoniste dell'operazione di acquisizione oggetto dell'elaborato, illustrandone l'operato, i modelli di business, i fattori che generano vantaggi competitivi e in breve, anche i risultati finanziari prodotti prima dell'operazione di acquisizione.

³⁶ <https://www.businesscoot.com/it/studio-di-mercato/il-mercato-degli-occhiali-italia>

³⁷ <https://www.safilogroup.com/it/investors/pillole/industria-occhialeria>

3.2: EssilorLuxottica

La EssilorLuxottica S.A. è una multinazionale italo-francese, verticalmente integrata, con sede a Parigi e fondata il 1° ottobre 2018. A seguito della fusione tra l'italiana Luxottica e la francese Essilor. E' tra i principali gruppi nella progettazione, produzione e commercializzazione di lenti oftalmiche, apparecchiature ottiche ed occhiali da vista e da sole.

La mission di EssilorLuxottica è quella di aiutare le persone di tutto il mondo a “vedere meglio e vivere meglio”, questo è l'obiettivo che guida la strategia, ispira l'approccio allo sviluppo sostenibile con l'aspirazione di eliminare tutti i difetti visivi non corretti in una generazione. Oltre a rispondere alle esigenze di visione della popolazione mondiale, la strategia aziendale cerca di rispondere anche alle aspirazioni di stile, creando al contempo valore per i suoi dipendenti e le comunità³⁸. L'impresa riunisce due aziende complementari e fortemente innovative, che hanno fatto leva sui propri punti di forza individuali, per rivoluzionare il settore ed esplorare le potenzialità del settore dell'eyecare ed eyewear in tutto il mondo. L'attività di EssilorLuxottica comprende tutti gli aspetti dell'universo dell'eyecare e dell'eyewear: dal design alla produzione, alla distribuzione e all'innovazione, con i principali marchi il gruppo riunisce straordinarie storie imprenditoriali che lo rendono oggi una realtà unica al mondo; questa fusione di competenze e know-how con una forte tradizione, ispira ancora oggi EssilorLuxottica e la proietta nel futuro.

Il fatto di operare con un modello di business verticalmente integrato, che copre, come già detto, ogni fase del processo di creazione del valore, dallo sviluppo e produzione del prodotto, fino alla vendita al consumatore finale permette all'azienda di raggiungere i più alti standard di qualità e di ottimizzare il servizio a vantaggio di tutti gli operatori del settore, coprendo tutta la catena del valore. Grazie all'efficacia dell'integrazione verticale l'azienda è riuscita a creare un modello con cui riesce a progettare insieme occhiali e montature, in modo completamente integrato fin dall'inizio. L'attività dell'azienda copre ogni singola fase del processo di creazione di valore, con una grande attenzione all'eccellenza produttiva, al servizio e ad una presenza diversificata³⁹.

³⁸ <https://www.essilorluxottica.com/it/>

³⁹ <https://www.essilorluxottica.com/it/>

Per quanto riguarda i risultati finanziari ottenuti da EssilorLuxottica, prima dell'acquisizione di Grandvision (1° luglio 2021), andremo ad analizzare i risultati finanziari degli anni tra il 2018 e il 2020 per capire, con un confronto se l'acquisizione ha portato dei benefici a livello finanziario.

Prendendo in considerazione i principali indicatori di conto economico, che possono darci informazioni minime ma esaustive sui risultati finanziari dell'impresa. In questo senso prenderemo in considerazione indicatori quali i ricavi totali, che rappresentano il valore monetario totale delle entrate, l'EBIT o reddito operativo, che esprime il risultato operativo di un'azienda, ovvero il valore della produzione al netto dei costi operativi (costo del personale, costi esterni, ammortamenti e accantonamenti); il valore della produzione è però calcolato al netto degli oneri finanziari e delle imposte. L'EBIT è un indicatore molto importante, perché ci mostra la redditività derivante dall'attività di un'impresa, indipendentemente dalla gestione finanziaria e fiscale, ovvero il reddito che un'azienda ottiene prima che siano applicate imposte ed eventuali oneri finanziari. Un altro indicatore che andremo a calcolare e valutare è l'EBITDA, che si differenzia dall'EBIT, dal momento che oltre agli interessi passivi e alle imposte esclude anche ammortamenti e accantonamenti in quanto si tratta di costi non monetari. L'EBITDA fornisce quindi una misura della capacità di generare flussi di cassa dall'attività caratteristica, prima del fatturato del venduto, dei costi della gestione finanziaria e della tassazione. Rappresenta quindi un margine operativo lordo più ampio rispetto all'EBIT. Calcoleremo anche l'utile ante imposte, importante per conoscere la redditività dell'impresa prima dell'applicazione delle imposte sui redditi. Infine prenderemo in considerazione anche l'utile netto, ovvero la ricchezza che rimane nelle tasche degli imprenditori una volta pagate tutte le spese e le tasse⁴⁰.

I ricavi sono aumentati in seguito al completamento dell'operazione di fusione tra Essilor e Luxottica (1° ottobre 2018) passando da 10799 milioni di euro nel 2018 a 17390 milioni di euro nel 2019, successivamente con l'avvento della crisi pandemica che ha interessato l'economia globale a partire dal 2020 si è avuto un evidente calo dei ricavi, che si sono attestati a 14429 milioni di euro, con una diminuzione di circa il 17%. Con l'uscita dalla crisi pandemica e la conseguente ripresa dei consumi i ricavi sono tornati ad aumentare prepotentemente, toccando quota 24494 milioni di euro nel 2022. Ovviamente anche gli altri indicatori

⁴⁰ EssilorLuxottica, Universal Registration Document 2021.

hanno avuto un andamento simile, infatti l'EBIT è passato da 1358 milioni nel 2018 a 1678 nel 2019 e ad un valore di 452 milioni di euro nel 2020, il che ci mostra un evidente calo dei proventi dell'attività caratteristica dell'impresa nel primo di crisi da covid-19. L'EBITDA, a sua volta, è passato da un valore di 2117 milioni nel 2018 a 3800 nel 2019 e 2588 nel 2020. Infine il risultato netto è sceso a 149 milioni di euro dai 1185 milioni di euro registrati nel 2019, riflettendo proprio la contrazione delle attività aziendali causate dalla pandemia⁴¹. Il livello di indebitamento del gruppo, inoltre, ammonta a 1038 milioni di euro, in diminuzione rispetto a dicembre 2019. Le misure in contrasto alla crisi pandemica hanno permesso la diminuzione dell'indebitamento netto. Analizzando, infatti gli indici di bilancio possiamo notare nel periodo 2018-2020, anni prima dell'acquisizione di Grandvision, una grande diminuzione del ROE (che indica la redditività del capitale proprio), a causa della pandemia, passato dal 3.09% allo 0.26% e dell'EBIT margin (che indica l'efficienza economico-finanziaria di un'azienda), passato dal 9.65% al 3.13%⁴².

3.3: GrandVision

GrandVision è uno dei principali rivenditori internazionali nel settore dell'ottica, presente in più di 40 paesi, con l'obiettivo di offrire le migliori soluzioni visive a prezzi vantaggiosi. GrandVision opera da oltre 100 anni mediante insegne locali affermate e riconosciute, in Italia si è affermata come leader nel settore retail dell'ottica. La missione e gli obiettivi dell'azienda sono quelli di garantire, sempre, la massima soddisfazione e le migliori soluzioni per i clienti⁴³.

Dal 1° luglio 2021, dopo aver collaborato, per decenni con Essilor e Luxottica, GrandVision si è integrata con le altre due aziende.

Anche per questa azienda, come fatto in precedenza illustreremo i principali risultati finanziari ottenuti da GrandVision, prima di entrare ufficialmente a far parte di EssilorLuxottica.

Come per la maggior parte delle aziende anche GrandVision ha registrato delle perdite considerevoli nel fatturato, esso è infatti sceso del 12.2%, rispetto al

⁴¹ EssilorLuxottica, Universal Registration Document 2021.

⁴² EssilorLuxottica, Universal Registration Document 2021.

⁴³ <https://www.grandvision.it/it-it/c/chi-siamo/grandvision>

2019, causati principalmente dalle chiusure temporanee dei negozi legate alla pandemia da covid-19, nella prima metà del 2020. In questo periodo, grande importanza l'ha avuta la piattaforma di vendita online, infatti, le vendite in e-commerce sono più che raddoppiate rispetto all'anno precedente; al contrario, le vendite a livello di sistema, ovvero le vendite al dettaglio dei negozi di proprietà e dei franchisee sono diminuite del 13.4%⁴⁴. Analizzando, inoltre il risultato netto si può evincere un forte calo dal 2019 al 2020, dovuto alla pandemia, che ha comportato un calo delle vendite, ma anche dal 2018 al 2019 il risultato netto aveva subito una diminuzione. Ovviamente anche considerando gli indici di indebitamento si può notare il forte impatto della crisi pandemica nell'anno 2020 che ha portato una diminuzione del ROE (redditività del capitale proprio) e dell'EBIT margin ed un conseguente aumento dell'indebitamento aziendale e del rapporto debito/equity⁴⁵. In generale la grande attività di vendita delle piattaforme di commercio online ha più che compensato l'interruzione di business globale connesso alla crisi pandemica.

3.4: Le motivazioni dell'operazione ed i vantaggi collegati ad essa.

Dietro l'operazione di acquisizione tra Essilor e Luxottica, diversi sono stati i drivers strategici ed i principali vantaggi che hanno dato un'importante spinta al compimento dell'operazione. I value drivers, o determinanti di creazione di valore, all'interno di un'operazione di fusione o acquisizione, si definiscono come, l'insieme dei fattori e delle variabili, in grado di agire, influenzare e stimolare le capacità delle aziende, o delle varie unità di business aziendali, con l'obiettivo di aumentare ed incrementare il valore globale⁴⁶. Le principali motivazioni che sono alla base della proposta, e della successiva riuscita dell'operazione di acquisizione tra le due aziende sono molteplici:

- La complementarità tra Essilor e Luxottica: il modello di business di EssilorLuxottica, verticalmente integrato, si basa sulla complementarità tra due aziende all'avanguardia nelle tecnologie per le lenti e nella produzione e distribuzione di montature di occhiali. L'operazione di acquisizione ha portato dei vantaggi importanti, permettendo alla società risultante, di essere presente in ogni segmento del settore dell'occhialeria e di aumentare i ricavi più velocemente sul mercato globale. Con l'acquisizione, infatti, da

⁴⁴ GrandVision, Annual Report 2020

⁴⁵ GrandVision, Annual Report 2020

⁴⁶ <https://www.tesionline.it/glossario/2252/value-drivers>

una parte Luxottica ha tratto vantaggio dall'innovazione e all'esperienza di Essilor nella ricerca e sviluppo, nella personalizzazione e nelle distribuzioni di lenti, beneficiando del suo know-how e delle competenze di Essilor nel settore dell'e-commerce e dell'ampia rete di vendita al dettaglio online; dall'altra parte Essilor ha soddisfatto la necessità di crescere nell'area degli occhiali da sole e delle montature, avvantaggiandosi dell'esperienza di Luxottica nell'innovazione, progettazione e produzione di occhiali di alta qualità.

- **Ampliamento della copertura distributiva:** un altro punto di forza è legato all'ampliamento della catena di approvvigionamento e distribuzione globale, comprendente un'ampia rete di negozi al dettaglio, partner all'ingrosso e piattaforme online.
- **Miglioramento della qualità del prodotto finale:** un ulteriore motivo alla base è la possibilità di realizzare prodotti di qualità maggiore. EssilorLuxottica, infatti, ha beneficiato dello scambio di competenze e di know-how tra le due aziende e dalla piena integrazione verticale del modello di business, che integrando i due prodotti (montature e lenti), consente alla società di gestire, in maniera diretta, l'intero ciclo di vita del prodotto in ogni sua fase.
- **Maggiore solidità finanziaria:** L'operazione di acquisizione permette a EssilorLuxottica di avere un profilo finanziario molto forte, consentendole di perseguire la crescita e gli investimenti in innovazione; l'indebitamento relativamente limitato della società, e la grande generazione di flussi di cassa liberi la rende capace di sfruttare tutte le principali opportunità di investimento.

3.5: Le difficoltà e i punti di debolezza del processo di acquisizione

Nonostante i numerosi vantaggi connessi al processo di acquisizione di GrandVision da parte di EssilorLuxottica, che ha permesso come già illustrato di dare vita ad una nuova entità e ad una delle più grandi aziende al mondo nel settore dell'occhialeria, nonché di creare sinergie significative in termini di: innovazione, efficienza produttiva e distribuzione, consentendo ad EssilorLuxottica di migliorare la sua posizione di mercato, la sua capacità di soddisfare le esigenze dei clienti e, in questo modo di definire una nuova realtà aziendale, in grado di offrire un'ampia gamma di prodotti e servizi di alta qualità; è importante, per una completa analisi del processo di acquisizione, occorre precisare e descrivere anche i limiti e i punti di debolezza che hanno caratterizzato e che sono emersi dopo il processo di acquisizione.

Uno dei problemi principali è stato quello della gestione interna dell'azienda risultante che, a causa delle grandi dimensioni e della presenza di varie aree produttive, progettuali, funzionali e manageriali, ha fatto sì che si creassero alcune difficoltà soprattutto a livello organizzativo e decisionale. Essendo, infatti, due grandi aziende con culture aziendali e modelli di business profondamente differenti, integrarle in modo corretto ed efficace è stato un processo molto complesso che ha richiesto tempo e una grande quantità di risorse. Inoltre l'acquisizione ha suscitato delle preoccupazioni, in alcuni paesi, dove la società EssilorLuxottica aveva una forte presenza, molte persone temevano, infatti, che l'acquisizione avrebbe portato alla chiusura di alcune sedi locali e alla conseguente perdita di posto di lavoro. Un'ulteriore difficoltà riguardava la concentrazione di potere nella nuova società risultante dal processo di acquisizione, che diventava, in questo modo, un colosso del settore con una quota di mercato importante e significativa; molti temevano che ciò potesse limitare la concorrenza e che la società assumesse sempre di più una posizione monopolistica all'interno del mercato e ridurre perciò le possibilità di scelta del consumatore. Altre difficoltà sono state incontrate dagli amministratori delle due società, sia nella negoziazione del valore finale pagato e dei vari aggiustamenti, da qui l'importanza fondamentale di utilizzare metodi di valutazione coerenti con il processo da mettere in atto, nonché nella definizione della contrattualistica e delle varie garanzie da inserire. La difficoltà più grande rimane comunque, nella maggior parte dei processi di M&A l'integrazione post-acquisizione delle due aziende, combinare due siti diversi, in un unico sistema gestionale, cercando di

coinvolgere e condividere le varie situazioni da affrontare e i risultati, focalizzandosi sempre sul business e sull'attenzione per il cliente è la difficoltà maggiore che i manager di tutte le società incontrano nella definizione e nella realizzazione del processo di M&A. Infine, analizzando però i risultati e le prospettive ottenute dalle due aziende dopo l'acquisizione possiamo, in generale affermare, che nonostante la presenza di oggettive difficoltà e specifici limiti, le due società sono riuscite a superare queste problematiche e a consolidare la propria posizione nel settore di riferimento⁴⁷.

3.6: La valutazione di GrandVision: l'utilizzo applicativo del metodo dei multipli

In questo ultimo paragrafo dell'elaborato esamineremo la valutazione del valore del capitale di GrandVision, attraverso l'utilizzo del metodo dei multipli. Questo metodo di valutazione, necessita come già accennato in precedenza, di vari passaggi applicativi per il calcolo dei dati da inserire nel modello di valutazione; questi dati verranno esaminati e calcolati partendo dalle informazioni disponibili sulla società GrandVision, prima della data di annuncio della sua acquisizione.

Come già descritto nei paragrafi precedenti, l'obiettivo della valutazione basata sui multipli di mercato, è quello di stimare il valore di una attività, sulla base dei prezzi registrati dal mercato per attività simili. Esso è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

Il primo passaggio da effettuare nel metodo dei multipli è quello di ricercare delle società che possono definirsi comparabili, rispetto alla società oggetto di valutazione, per caratteristiche finanziarie, patrimoniali, dal punto di vista del settore in cui opera, del business model, delle dimensioni aziendali dell'attività

⁴⁷ <https://www.avvocatodelbusiness.com/essilorluxottica-fusione-di-successo/>

caratteristica, dei fattori critici di successo ecc... Le società che rispettano questi requisiti e che quindi utilizziamo per la valutazione sono:

- 1) Safilo Group
- 2) Fielmann
- 3) National Vision

I multipli che applicheremo saranno invece i multipli asset side, preferibili quando si effettua una valutazione per determinare il valore economico di un'azienda oggetto di un'operazione di M&A, in quanto consentono una valutazione che neutralizza l'effetto dell'indebitamento finanziario.

Utilizzeremo:

- Enterprise Value/Sales
- Enterprise Value/EBITDA: quest'ultimo è il multiplo più utilizzato in quanto l'EBITDA è la grandezza reddituale che meglio rappresenta la capacità di una società di generare reddito attraverso la propria attività caratteristica⁴⁸.

La prima operazione da compiere consiste nel calcolare l'enterprise value (EV), noto anche come "valore dell'impresa" che si può desumere sommando alla capitalizzazione del mercato (numero totale delle azioni di una società in circolazione sul mercato per il rispettivo prezzo azionario corrente) la posizione finanziaria netta (PFN) = totale passività finanziarie - totale attività finanziarie; il risultato della PFN è un valore positivo o negativo che esprime la capacità di un'azienda di far fronte ai propri debiti finanziari; il totale delle attività e passività finanziarie si ricava dallo stato patrimoniale di bilancio, quindi:

$$EV = \text{Capitalizzazione del mercato} + PFN^{49}$$

⁴⁸ <https://www.audirevi.it/audirevi-talks-about-economy-2-0-metodo-dei-multipli/>

⁴⁹ <https://www.businesscoachingitalia.com/posizione-finanziaria-netta-cose-e-come-si-calcola-la-pfn/#:~:text=Per%20calcolare%20la%20posizione%20finanziaria,fronte%20ai%20suoi%20debiti%20finanziari.>

SOCIETA' ⁵⁰	POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN)	CAPITALIZZAZIONE DI MERCATO (2018)	ENTERPRISE VALUE (EV)
Safilo	33	193	226
Fielmann	-238	4536	4298
National Vision	561	1955	2516

Una volta calcolato il valore dell'Enterprise Value dobbiamo prendere in considerazione gli altri dati necessari al calcolo dei multipli necessari per la valutazione, quindi i valori di vendite ed EBITDA delle tre società considerate;

SOCIETA'	SALES	EBITDA	EV/SALES	EV/EBITDA
Safilo	963	42	0.23	5.38
Fielmann	1428	296	3.00	14.52
National Vision	1537	119	1.64	21.14

Al valore dei multipli calcolati facciamo una media aritmetica da cui:

$$EV/SALES = 1.62$$

$$EV/EBITDA = 13.68$$

Infine dobbiamo moltiplicare questi multipli trovati con i valori relativi a GrandVision, dopo di che calcoliamo il valore del capitale netto tramite l'Enterprise Value di GrandVision, calcoliamo l'Equity Value e, dividendolo per il numero di azioni troviamo il prezzo dell'azione considerando entrambi i multipli, costruiremo perciò un'ulteriore tabella con i dati di GrandVision da cui:

⁵⁰ Safilo Group S.p.A., Relazione Finanziaria Annuale 2018; Fielmann, Annual Report 2018; National Vision, Annual Report 2018. <https://www.evaluation.it/aziende/bilanci-aziende/essilorluxottica/>.

	EV/SALES	EV/EBITDA
Media dei multipli	1.62	13.68
Sales ed EBITDA di GrandVision ⁵¹	Sales = 3721	EBITDA = 557
Valore dell'azienda (EV)	$1.62 * 3721 = 6028$	$557 * 13.68 = 7619$
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	743	743
Equity Value ⁵²	$6028 - 743 = 5285$	$7619 - 743 = 6876$
Numero di azioni	254	254
Valore dell'azione ⁵³	$5285 / 254 = 20.8$	$6876 / 254 = 27.1$

Per cui dalla valutazione effettuata utilizzando il metodo dei multipli possiamo concludere che il prezzo per azione di GrandVision è compreso tra 20.8 e 27.1.

⁵¹ <https://www.annualreports.com/Company/grandvision>

⁵² Con Equity Value = Enterprise Value (EV) - Posizione Finanziaria Netta (PFN)

⁵³ Con Valore dell'azione = Equity Value / Numero di azioni

Conclusioni

Nell'elaborato ho cercato di descrivere in maniera dettagliata le operazioni di M&A e di evidenziare la loro importanza, come principali strumenti di crescita delle organizzazioni per cercare di conseguire la creazione di nuovo valore e di nuovi vantaggi competitivi. Nella prima parte della tesi, infatti, dopo aver brevemente presentato le diverse strategie di crescita per linee interne, che le imprese possono intraprendere per il loro sviluppo, ho cercato di definire ed illustrare con precisione le operazioni di M&A, che sono divenute, nel corso degli anni, un vero e proprio processo di crescita strategica, consentendo alle imprese, di cogliere opportunità di sviluppo, di rispondere ai cambiamenti del mercato e, perciò di essere sempre più competitive.

Nella seconda parte dell'elaborato si sono delineate le principali caratteristiche di tutti i metodi di valutazione aziendale utilizzati nelle operazioni tra le aziende, illustrandone le peculiarità, i metodi di calcolo ed anche le motivazioni relative alla scelta dell'utilizzo di un determinato metodo.

Infine, nell'ultima parte si è proposto un caso di studio relativo all'operazione di acquisizione avvenuta tra le società EssilorLuxottica e GrandVision, in primis descrivendo le caratteristiche delle due società e, soprattutto le motivazioni relative alla scelta di optare per un'operazione di acquisizione; successivamente si è proposto anche un'applicazione di uno dei metodi applicativi descritti nel secondo capitolo, per comprendere, in modo pratico, il processo di valutazione aziendale, tramite l'utilizzo del metodo dei multipli. Tramite questo studio si è arrivati a stimare il prezzo per azione di GrandVision prima dell'operazione di acquisizione da parte di EssilorLuxottica, valore molto importante e da tenere in considerazione in un'operazione di acquisizione aziendale.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Conca V., 2010, Le acquisizioni, valutare e gestire i processi di crescita, quarta edizione, Egea, Milano.

Damodaran A., Roggi O., Finanza aziendale, applicazioni per il management, 2015, quarta edizione, Maggioli Editore.

Fontana F., Caroli M., 2017, Economia e gestione delle imprese, quinta edizione, McGraw-Hill Education.

2018. <https://www.evaluation.it/aziende/bilanci-aziende/essilorluxottica/>.

EssilorLuxottica, Universal Registration Document 2021.

GrandVision, Annual Report 2020

<https://docenti.unimc.it/lorenzo.salieri/teaching/2014/13112/files/AI%20Lezione%2010.pdf>

<https://docenti.unimc.it/lorenzo.salieri/teaching/2018/18896/files/AI%20Lezione%2010.pdf>

<https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/area-economico-aziendale/esercitazioni/classe-quinta-contabilita-analisi-bilancio/AREE%20DISCIPLINARI%20-%20PARAMOND%20-%20ECOAZ%20-%202014%20-%20PDF%20-%20Processo%20fusione%20aziendale.pdf>

https://it.wikipedia.org/wiki/Crescita_per_linee_esterne

https://it.wikipedia.org/wiki/Leveraged_buyout

[https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_\(azienda\)](https://it.wikipedia.org/wiki/Valutazione_(azienda))

<https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

<https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

<https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

<https://marcovezzoli.com/metodo-finanziario/>

<https://marcovezzoli.com/metodo-patrimoniale/>

<https://marcovezzoli.com/metodo-reddituale/>

<https://www.annualreports.com/Company/grandvision>

<https://www.audirevi.it/audirevi-talks-about-economy-2-0-metodo-dei-multipli/>

<https://www.aziendefinanza.com/acquisizioni-e-fusioni-aziendali>

https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=18868

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/dividend-discount-model.html>

<https://www.bpexcel.it/il-business-plan-nella-valutazione/>

<https://www.businesscoachingitalia.com/posizione-finanziaria-netta-cose-e-come-si-calcola-la->

[pfn/#:~:text=Per%20calcolare%20la%20posizione%20finanziaria,fronte%20ai%20suoi%20debiti%20finanziari](https://www.businesscoachingitalia.com/posizione-finanziaria-netta-cose-e-come-si-calcola-la-pfn/#:~:text=Per%20calcolare%20la%20posizione%20finanziaria,fronte%20ai%20suoi%20debiti%20finanziari)

<https://www.businesscoot.com/it/studio-di-mercato/il-mercato-degli-occhiali-italia>

<https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/fusione-dazienda-cose-quante-tipologie-ne-esistono/>

<https://www.essilorluxottica.com/it/>

<https://www.grandvision.it/it-it/c/chi-siamo/grandvision>

<https://www.inveneta.it/differenza-tra-fusioni-ed-acquisizioni-aziendali/>

<https://www.madonnas.it/FERRARA/Corsi/TP/materiale%20didattico/2019/fusione/fusione.pdf>

<https://www.okpedia.it/acquisizione-di-azienda>

<https://www.pecunya.com/it/enciclopedia/acquisizione/>

<https://www.pmi.it/economia/mercati/363139/valutazione-dazienda-esempi-e-casi-pratici.html>

<https://www.pmi.it/impresa/contabilita-e-fisco/352426/valutazione-aziendale-con-metodo-reddituale-calcolo-ed-esempi.html>

<https://www.safilogroup.com/it/investors/pillole/industria-occhialeria>

<https://www.sumup.com/it-it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>

<https://www.tesionline.it/glossario/2252/value-drivers>

<https://www.tesionline.it/tesi/brano/le-diverse-tipologie-di-m%26a-m%26a-orizzontali-verticali-conglomerati/26275>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/acquisizione/>

<https://www.treccani.it/enciclopedia/offerte-pubbliche-di-acquisto/>

<https://www.yon.it/blog/metodo-per-la-stima-del-valore-intrinseco-di-unazione-sulla-base-dellattualizzaz>

<https://www.yourgroup.it/practice/lattivita-di-ma-nel-nuovo-scenario-economico-e-il-ruolo-delladvisory-operativa/>

Safilo Group S.p.A., Relazione Finanziaria Annuale 2018; Fielmann, Annual Report 2018; National Vision, Annual Report.

<https://www.avvocatodelbusiness.com/essilorluxottica-fusione-di-successo/>