

Valutazioni e pareri valutativi: il ruolo dei consiglieri
indipendenti e degli organi di controllo

Fairness Opinion

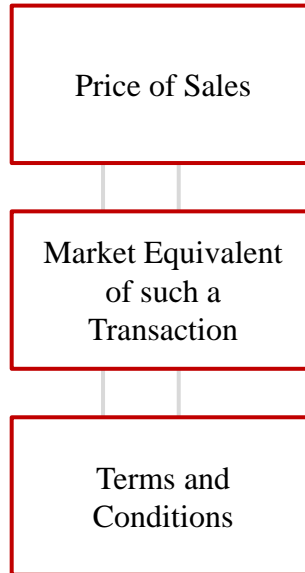


Dott. Luca Lupone

Dott. Luca Durini

Che cosa sono?

Le Fairness Opinion sono pareri in cui si esprime un **giudizio di ragionevolezza**, sotto il profilo **esclusivamente finanziario**, di un corrispettivo¹ nel **mero contesto specifico** di una determinata operazione ed in un **dato momento**.



Fonte: Corporate Finance Institute (CFI)

Fairness Opinion



Fonte: Informazione pubblica – SEC's EDGAR database

Market Equivalent of such a Transaction: limiti di comparabilità e risultati per lo natura molto volatili

Quale è il loro scopo?

Strumento per **tutelare il rischio di trasferimento di ricchezza** a favore delle controparti ed a danno degli azionisti dell'entità acquirente e/o venditrice, in operazioni di finanza straordinaria e/o con parti correlate. In particolare tutelare coloro che potrebbero **subire una decisione non fair**.

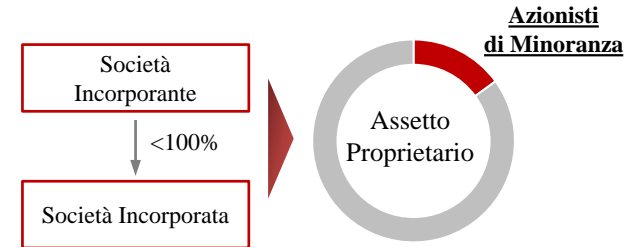
Funzioni/utilità?

Una Fairness Opinion di buona qualità, e svolta nell'ambito di una Transazione, potrebbe contenere **elementi necessari** al Consiglio di Amministrazione (o Amministratori Indipendenti o Organi di Controllo) per **assumere decisioni informate di convenienza economica** e quindi contribuire al controllo della correttezza sostanziale delle operazioni da sottoporre alle assemblee societarie deliberanti.

Inoltre una Fairness Opinion potrebbe permettere un migliore **apprezzamento dei rischi** connessi alle caratteristiche specifiche del *deal*.

Tuttavia è importante evidenziare che le Fairness Opinion **non sono da intendersi** come **sollecitazioni ad investire** (o **disinvestire**) né come pareri dell'*Advisor* dell'operazione.

Il caso di una fusione diretta...



Strumento utile a:

- ✓ Evitare investimenti che l'entità potrebbe non essere in grado di recuperare (**rischio impairment futuri**)
- ✓ Migliorare i termini di un *deal* (**clausole di aggiustamento prezzo**)
- ✓ ...

L'architettura nella prassi

Price of Sales

Market Equivalent of such a Transaction

Terms and Conditions

Fonte: Corporate Finance Institute (CFI)



Fairness Opinion

Goldman Sachs International (Fiduciary) 100 West Street London EC4A 3DF
Tel: +44 (0)20 7724 4000 E: mail.support@gs.com

Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority

Board of Directors
Saverio Di Giuseppe
Non-executive Director
Investment Banking Division
September 6, 2008
Page Two

PERSONAL AND CONFIDENTIAL

Investment banking and other financial advisory services are provided to the Company in connection with the proposed acquisition of the Company by the Buyer. The Board of Directors of the Company is requested to consider the proposed acquisition and to determine whether the proposed acquisition is fair from a financial point of view to the holders of the Company's ordinary shares.

September 6, 2008

Board of Directors
ITL S.p.A.
Corso Salaria, 20
00121 Roma
Italy

Dear Sirs:

You have requested that we provide an opinion on the proposed acquisition of the Company by the Buyer. We have conducted the necessary analysis and, based on the information provided to us, we have concluded that the proposed acquisition is fair from a financial point of view to the holders of the Company's ordinary shares.

Our opinion is based on the information provided to us and is subject to the accuracy and completeness of that information. We do not assume any responsibility for the accuracy or completeness of the information provided to us, and we do not assume any responsibility for the accuracy or completeness of the information provided to us by the Buyer or the Company.

Our opinion does not address the merits of the proposed acquisition, the wisdom of the transaction, or the value of the Company. It is our opinion that the proposed acquisition is fair from a financial point of view to the holders of the Company's ordinary shares.

Saverio Di Giuseppe
Managing Director
Investment Banking Division

Fonte: Informazione pubblica – SEC's EDGAR database



Conclusion

«... it is our opinion that, as of the date hereof, the Exchange Ratio is fair from a financial point of view to the holders ...»

Fonte: Informazione pubblica – SEC's EDGAR database

Qualche numero in merito alla struttura:

- ✓ 3 pagine,
- ✓ 7 paragrafi, di cui 1 dedicato alle analisi e alle considerazioni valutative svolte (~ 20 righe).

IV OIV International Business Valuation Conference 30 Novembre 2015

OIV
Organismo Italiano di Valutazione

First question of the poll

1) FROM YOUR PERSPECTIVE OF PROFESSIONAL VALUER WHAT IS THE RIGHT SENTENCE ?

A) A FAIRNESS OPINION IS **MORE** THAN A TYPICAL VALUATION

B) A FAIRNESS OPINION IS **LESS** THAN A TYPICAL VALUATION

C) A FAIRNESS OPINION AND A TYPICAL VALUATION ARE TOTALLY DIFFERENT. **NO COMPARISON** IS POSSIBLE.

Milano, November 30th 2015 4



Chair of OIV Management Board – Prof. M. Bini

“... from my point of view a **fairness opinion is not a valuation**, but it **should be more** than a typical valuation.
Unfortunately many times it is far less”

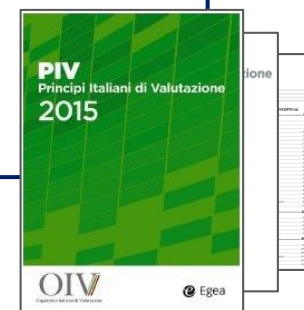


Definizione di Fairness Opinion contenuta nei PIV

I.4.5. I pareri di congruità comportano un giudizio su di un risultato già comunicato all'esperto (anche ad esito del lavoro di altro soggetto), generalmente costituito da un prezzo o da un rapporto di scambio. Possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo.

III.1.4. I pareri di congruità possono essere di merito (congruità finanziaria o fairness opinion) o di metodo (congruità funzionale). L'esperto deve precisare se l'analisi svolta ha le caratteristiche di una valutazione o di un parere valutativo

Fonte: PIV – Principi Italiani di Valutazione



Le principali differenze

OBIETTIVI

- La Fairness Opinion, a differenza di una Valutazione «tradizionale», **non assegna un valore** ad un'attività (PIV III 1.5. - Commento).
- Nell'ambito delle Fairness Opinion il **processo** può avere le caratteristiche o di una Valutazione oppure di un Parere Valutativo (PIV III 1.4.), ma l'obiettivo è sempre il medesimo: esprimere un **giudizio di congruità** dei termini economico-finanziari negoziati per il trasferimento di un'attività.

INPUT DEL PROCESSO

- Nelle Fairness Opinion le offerte di prezzo ricevute (nel caso di vendita) o formulate (nel caso di acquisto) rappresentano uno degli **input** del processo.
Da altro canto nelle Valutazione «tradizionali» il prezzo (o il valore) rappresentano tipicamente l'**output** del processo valutativo.

BASIS OF VALUE

- Il prezzo proposto (o già pattuito) non è da intendersi come il miglior prezzo possibile per il trasferimento di un'attività. Pertanto il giudizio contenuto nella Fairness Opinion deve essere **fondato sulla(e) configurazione(i) di valuto ritenuta(e) più appropriata(e)** per lo specifico contesto.
- Ad esempio nel caso di Fairness Opinion relative a **transazioni con parti correlate** la configurazione di valore di riferimento, di norma, non è il solo valore di mercato, ma anche il **valore negoziale equitativo**.

Le principali differenze

FORNITORI

- Storicamente le **Fairness Opinion** venivano rilasciate da **Banche d’Affari** (vedremo più avanti alcune motivazioni), mentre le **Valutazioni «tradizionali»** trovano una più **ampia casistica di «fornitori»** quali strutture di *Corporate Finance*/Società di Revisione, Professori Universitari, soggetti iscritti ad appositi albi (Dottori Commercialisti e dei Ragionieri Commercialisti), le stesse Banche d’Affari, *etc* nonostante il **medesimo contenuto tecnico** delle due fattispecie.

CONTENUTI
FORMALI

- Le Fairness Opinion comportano un **giudizio sintetico** che dovrebbe essere: ***clear, concise and effective communication*** (*i.e. easy to navigate and understand*), come suggerito dal *regulator* australiano (ASIC – Australian Securities & Investment Commission).
Le valutazioni «tradizionali» tipicamente **ripercorrono** maggiormente nel dettaglio **le attività, il processo svolto ed i parametri utilizzati**.

Alcuni sostanziali aspetti a nostro avviso in comune

GRADO DI ANALITICITA' E QUALITA'




- Valutare **criticamente** la **base informativa** ricevuta.
- Svolgere adeguate analisi per verificare che l'**informazione prospettica** possa essere ritenuta **ragionevole**, nei limiti della base informativa disponibile nel caso di Fairness Opinion declinate nella fattispecie di «Pareri Valutativi».
- Il fornitore della Fairness Opinion, quanto quello delle Valutazioni «tradizionali», dovrebbe disporre di **ragionevoli argomenti** a supporto delle scelte compiute con riguardo alle **metodologie di valutazione** e dovrebbe spiegare come ha determinato i **pesi attribuiti** ai risultati di **ciascun criterio**.
- Il **range dei prezzi possibili** dovrebbe essere il **più ristretto possibile**, compatibilmente con l'**incertezza** e la **volatilità** dell'attività o del *business* da valutare.

Solo in questo modo la Fairness Opinion può essere un adeguato strumento per assumere decisioni

In caso contrario, in nome di un «generico principio» secondo cui una Fairness Opinion non è una Valutazione....



La convergenza dei PIV con la migliori prassi estera: il caso Australiano (cenni)

	Motivare le scelte compiute in merito alle metodologie valutative	Verifica della ragionevolezza dell'informazione prospettica	Enfasi sulla «ripercorribilità» dell'approccio valutativo e delle assunzioni fatte	Individuazioni dei fattori di rischio e dei loro possibili effetti (<i>sensitivity</i>)
 <p>ASIC – Regulatory Guide 111 (Marzo 2011)</p>	✓	✓	✓	✓
 <p>Fairness Opinion con caratteristiche di valutazione «piena»</p>	✓	✓	✓	✓



La modifica di prassi ormai radicate e consolidate trovano spesso resistenze...

Pareri legalmente efficaci, ma deboli sotto il profilo della sostanza economica

Spesso, nelle operazioni di finanza straordinaria, le *Fairness Opinion* hanno assolto il ruolo di una **mera protezione legale** a beneficio dei Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nell'operazione.

L'approccio c.d. minimalista si è diffuso su impulso delle **banche d'affari di matrice anglosassone**, legittimate dalla storica sentenza «Smith v. Van Gorkom» della suprema corte del Delaware nel 1985.

Si diffuse così l'orientamento che la presenza di una o più *Fairness Opinion* permetteva di **assolvere** il *Board of Directors* dal c.d. **dovere di diligenza** (*duty of care*), a prescindere dalla qualità del processo valutativo sottostante nonché dall'effettiva indipendenza dell'Esperto.





Se non percepite come reale supporto alle decisioni...

Piuttosto che la tipologia di lavoro svolto o l'effettiva indipendenza del fornitore dell'*opinion* assume **rilevanza la «categoria» del soggetto che rilascia la *Fairness Opinion***. Chi meglio di una **Banca d'Affari**? *Soggetto competente, indipendente (?), credibile e reputazionalmente molto forte.*

Piuttosto che una selezione accurata di pochi metodi valutativi adatti per lo specifico *deal* (in grado di mantenere una ragionevole dispersione del *range* dei prezzi possibili), assume rilievo **l'ampiezza dei criteri valutativi adottati**.

In quanto percepite come mere protezioni legali molto spesso le *Fairness Opinion* vengono richieste **troppo a ridosso di contrattazioni ormai concluse**, concedendo all'Esperto **tempi troppo brevi** per il rilascio dell'opinione. Per definizione il **grado di analiticità e la qualità** del lavoro ne risultano **negativamente influenzate**.

Fairness Opinions are not worth the \$3.00
(€2.70) stationary they are written on"

Fonte: Jeff K. Davis, Dual Fairness Opinions and the Role of the Valuation Firm,
IV OIV International Business Valuation Conference



Il paradossale caso osservato in un recente *deal*

- Nell'ambito di una operazione fra parti correlate il *Board of Directors* della società *Target* ha richiesto una *Fairness Opinion* ad una **primaria banca d'affari** (nella *top 10* della Thomson Reuters Americas M&A league table).
- Deal Size (Equity Value): c.a. **USD 2-3 bn.**

Alcuni elementi di rilievo criticati dall'ambiente finanziario...

X Range amplissimo di prezzi possibili (Target)



Fonte: Informazione pubblica – SEC's EDGAR database

**Target-side
investment bank**

**Range >100%
del Offer Price**

Fornisce un adeguato contributo per assumere una **decisione informata?**



Target-side
investment bank
conclusion

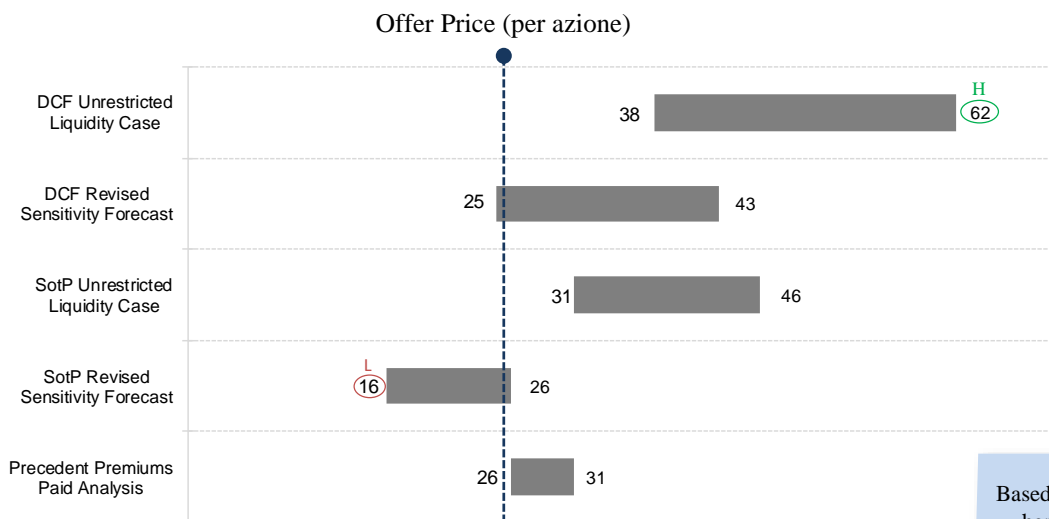
Based on and subject to the foregoing, we are of the opinion that, as of the date hereof, the **Exchange Ratio** provided for in the Transaction is **fair**, from a **financial point of view**, to holders of Company Common Stock

Il paradossale caso osservato in un recente *deal*

■ Nella medesima operazione anche il Board of Directors della **società Bidder** ha richiesto una Fairness Opinion ad una primaria banca d'affari.

Migliore apprezzamento dei rischi e delle condizioni del *deal*?

X Confermato» il range amplissimo (Target)



**Acquirer-side
investment bank**

*Range >100%
del Offer Price*

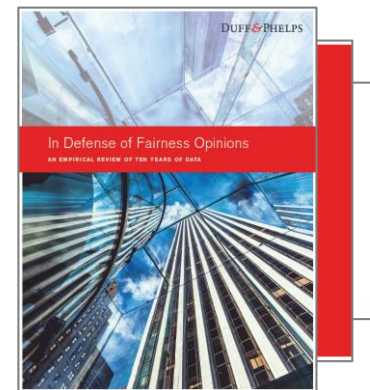


Acquirer-side investment bank conclusion

Based upon and subject to the foregoing, it is our opinion that, as of the date hereof, the **Consideration** to be paid by Parent pursuant to the Merger Agreement is **fair**, from a **financial point of view**, to Parent.

Fonte: Informazione pubblica – SEC's EDGAR database

- Nel 2017 sono stati pubblicati i risultati di una evidenza empirica, realizzata mediante l'analisi di 3.000 *opinion*, al fine di supportare l'utilità e la robustezza delle *Fairness Opinion* in qualità di strumenti decisionali per i *Boards*, nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria. (orizzonte temporale gennaio 2006 – settembre 2016)¹.
- Quali sono state le risultanze più interessanti? Proviamo a commentarle.



DCF ANALYSIS: AVERAGE VALUE RANGE BY DEAL SIZE COHORT



Fonte: In Defense of Fairness Opinion – An Empirical Review of Ten Years of Data (2017)

Conclusione della ricerca

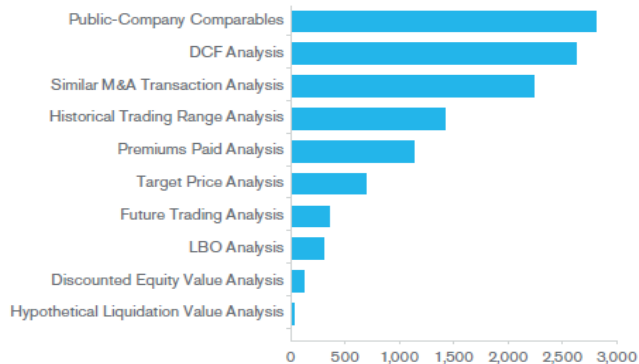
“Our analysis confirms that on average, fairness opinions deliver a **range of valuations** that is **sufficiently narrow** to serve as a valuable tool in evaluating purchase offers. And the **average range grows narrower** as deal size grows larger.”

Saremo in grado di estrarre le sinergie che il prezzo offerto incorpora?



Membro del Board in un'ipotetica Bidder

PUBLIC-COMPANY COMPARABLES AND DCF ANALYSES USED IN MAJORITY OF OPINIONS



Conclusion della ricerca

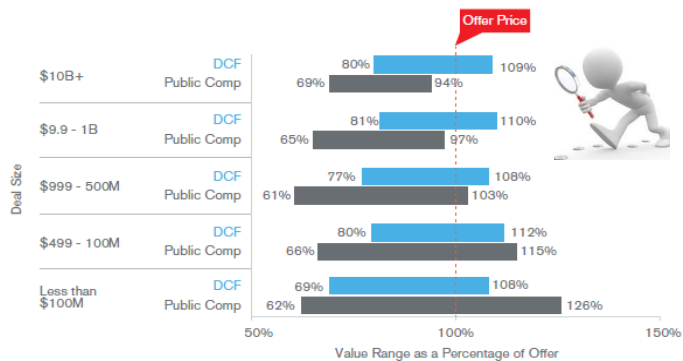
“We argue that the use of **multiple valuation methodologies** also significantly **mitigates** the criticism that DCF analysis and therefore the opinion could be too heavily influenced by **unrealistic company projections.**”

“fairness opinion advisors **diligently** consider **multiple perspectives** and relevant analyses, when available, in assessing the fairness of transaction prices.”

Più criteri,
migliore risultato
della valutazione?
Grado di
comparabilità?



DCF AND PUBLIC-COMPANY COMPARABLES RANGES ARE MOST NARROW FOR LARGEST TRANSACTIONS

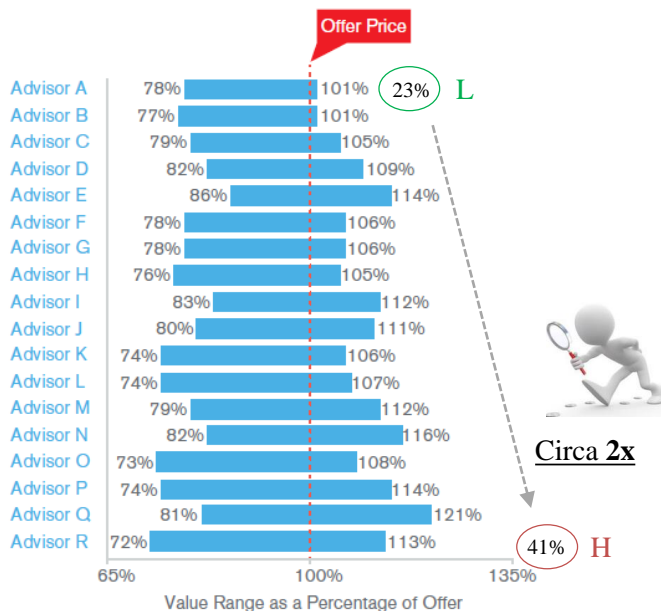


Conclusion della ricerca

“The **consistency** of the average valuation ranges across DCF and public-company comparables analyses confirms the **rigor** and **validity** of both methodologies.”

Fonte: In Defense of Fairness Opinion – An Empirical Review of Ten Years of Data (2017)

AVERAGE PRICE RANGES VARIED ACROSS MOST ACTIVE ADVISORS



Conclusion della ricerca

“valuation **ranges vary** by **provider**”

“This demonstrates that the **choice of an advisor** does impact the **precision and usefulness** of a given fairness opinion and illustrates the **importance** of following the **best practices** described above – calibrating public-company comparables and scrutinizing management’s projections.”

Fonte: In Defense of Fairness Opinion – An Empirical Review of Ten Years of Data (2017)

Estratto della Fairness Opinion

Milano, 21 luglio 2016

1 Spettabile
Avv. Tizio
 Rappresentante comune degli azionisti di risparmio di Esagono S.p.A.

E.p.c.

Spettabile
Esagono S.p.A.

Egregi Signori,

2 **Parere circa la congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione di distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie**

3 Con riferimento alla nostra lettera di incarico ("Lettera di Incarico") datata 14 luglio 2016, alleghiamo il nostro parere professionale in merito alla congruità delle condizioni finanziarie dell'operazione di distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Vi invitiamo a leggere con attenzione alcune importanti note relative all'oggetto e alle modalità di svolgimento del nostro incarico.

4 Il nostro lavoro è stato finalizzato il 21 luglio 2016. Non abbiamo svolto alcun lavoro o effettuato alcuna verifica successivamente a tale data.

Cordiali saluti
 XZY Business Valuation

Fonte: Informazione pubblica. Per motivi di riservatezza sono stati utilizzati nomi di fantasia.

Aspetti chiave

- 1 Il committente (ruolo di *Fiduciaries*) vs il destinatario del parere di congruità.
- 2 Oggetto del parere
- 3 La Lettera di Incarico
- 4 La data del documento vs la data di riferimento: condizioni di mercato attuali ed elementi di previsione ragionevolmente prevedibili.



Estratto della Fairness Opinion

1. L'Operazione

1.1 Oggetto e finalità dell'Incarico

5 Nell'ambito di un progetto di semplificazione della struttura del capitale di Esagono S.p.A. ("Esagono" o "Società"), da attuarsi mediante distribuzione di un dividendo privilegiato straordinario ai soli azionisti di risparmio ("Azionisti di Risparmio") e contestuale conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie (congiuntamente l'"Operazione"), ci è stato richiesto dal Rappresentante Comune dei titolari di azioni di risparmio di Esagono (di seguito anche il "Rappresentante Comune") un supporto tecnico – metodologico in merito alla congruità delle condizioni finanziarie dell'Operazione ("Parere di Congruità Finanziaria" o "Parere").

6 L'incarico affidatoci con lettera datata 14 luglio 2016 ("Incarico") ha natura volontaria ed i risultati del nostro lavoro saranno utilizzati dal Rappresentante Comune come una delle informazioni di supporto nello svolgimento delle proprie attività ai fini dell'Operazione.

7 In linea con la natura e lo scopo dell'Incarico conferito dal Rappresentante Comune, la finalità del presente Parere di Congruità Finanziaria è presentare dati e informazioni atti a facilitare l'assunzione da parte del Rappresentante Comune e degli Azionisti di Risparmio medesimi delle decisioni di loro competenza in relazione all'Operazione in oggetto.

Restano comunque di pertinenza esclusiva del Rappresentante Comune e degli Azionisti di Risparmio le determinazioni conclusive in merito all'adesione all'Operazione e alle conseguenti modalità di esercizio del voto nell'Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio.

Tale Parere potrà essere allegato dal Rappresentante Comune nel contesto delle comunicazioni necessarie agli Azionisti di Risparmio nell'ambito dell'Operazione. Resta in ogni caso inteso che il Parere può essere utilizzato dal Rappresentante Comune e dagli Azionisti di Risparmio esclusivamente al solo fine di svolgere le proprie considerazioni nel contesto dell'Operazione.

1.2 Sintesi dell'Operazione

Esagono S.p.A. è una persona giuridica organizzata secondo l'ordinamento della Repubblica Italiana. Le azioni ordinarie della medesima, così come le azioni di risparmio, sono negoziate nel Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA").

Fonte: Informazione pubblica. Per motivi di riservatezza sono stati utilizzati nomi di fantasia.

Aspetti chiave

5 Le finalità, lo scopo, l'ambito di applicazione del parere, il perimetro (il caso delle operazioni complesse).

6 Natura volontaria vs natura legale.

7 Attività di supporto (tecnico/metodologico) alle decisioni dell'Amministratore Indipendente o del Comitato. Il parere costituisce una delle informazioni a supporto degli organi deliberanti e non sostituisce le attività decisionali di quest'ultimi.



Estratto della Fairness Opinion

parte in natura (n. 3 azioni ordinarie HC e n. 1 azione ordinaria Italmobiliare di nuova emissione ogni n. 10 azioni di risparmio), offerto dalla Società agli Azionisti di Risparmio quale controvalore complessivo dello scambio implicito nell'Operazione.

L'incarico è stato svolto facendo riferimento principalmente alle informazioni messe a disposizione dalla Società e, prevalentemente, alle Relazioni del Consiglio di Amministrazione e all'allegato parere dell'esperto indipendente ZZZ ("Esperto Indipendente"), oltre che ad incontri e colloqui telefonici con il *management* della Società ("Management"), l'advisor finanziario, XXX, a supporto del Consiglio di Amministrazione ("Advisor Finanziario") e l'Esperto Indipendente.

4

Il nostro supporto professionale è stato svolto tenendo conto delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. L'attuale scenario politico e macroeconomico è infatti caratterizzato da una generale situazione di incertezza che si riflette sul sistema finanziario e sulla stabilità dei mercati, in un contesto normativo e regolamentare di particolare complessità e in progressiva evoluzione. Non si può escludere che eventuali sviluppi negativi del quadro sopra descritto, successivi alla data del presente Parere e ad oggi non prevedibili, possano avere un impatto, anche significativo, sulle valutazioni oggetto del presente Parere e sulle relative conclusioni.

Le società coinvolte sono state analizzate nelle condizioni "normali" di funzionamento (astrando da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e nell'ipotesi di continuità aziendale, sulla base delle informazioni pubbliche disponibili.

Il nostro supporto professionale è consistito prevalentemente in una rilettura critica delle analisi contenute nelle Relazioni del Consiglio di Amministrazione e nell'allegato Parere dell'Esperto Indipendente (come di seguito definito) ed in una attività di *reperforming* dei calcoli svolti dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente.

Lo svolgimento delle attività non determina alcun coinvolgimento di XZY Business Valuation nella gestione e nell'attività di Esagono S.p.A. né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità dell'Operazione a supporto delle quali le nostre attività sono svolte.

8

Lo svolgimento del nostro intervento non ha incluso attività di *due diligence* contabile, legale e fiscale, né consulenza legale e fiscale, con la conseguenza che XZY Business Valuation non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

9

L'incarico non ha previsto il nostro coinvolgimento nella fase di ideazione e strutturazione dell'Operazione.

Fonte: Informazione pubblica. Per motivi di riservatezza sono stati utilizzati nomi di fantasia.

Aspetti chiave

8

Limitazioni alle attività svolte (attività di due diligence Legale e Fiscale)

9

L'indipendenza dell'Esperto



Estratto della Fairness Opinion

- le analisi svolte dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente prescindono dal potenziale impatto di carattere fiscale rispetto alla Distribuzione in capo al singolo Azionista di Risparmio, impatto che risulta influenzato dalle condizioni soggettive dello stesso azionista. In effetti, come riferito dalla Società, il Dividendo Privilegiato Straordinario è soggetto a tassazione, che si differenzia a seconda della qualità del soggetto percettore e del suo paese di residenza. Il Dividendo Privilegiato Straordinario distribuito, infatti, potrà essere soggetto ad una ritenuta fiscale con aliquote differenti. Come anticipato al precedente punto 2.1, i profili di carattere fiscale dell'Operazione esulano dall'oggetto del presente Parere. Al riguardo, si rinvia agli approfondimenti condotti dal Rappresentante Comune e alle considerazioni svolte nella "Relazione del Rappresentante comune dei titolari di azioni di risparmio" pubblicata in data 18 luglio 2016.

10

7. Conclusioni

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente Parere è stato predisposto, indicate al Capitolo 1, ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel Capitolo 2.

In relazione alle metodologie di analisi finanziaria e di valutazione sopra descritte, e tenuto conto dell'inscindibilità della proposta di Distribuzione e di Conversione Obbligatoria, evidenziamo le nostre conclusioni sul Rapporto di Assegnazione individuato dal Consiglio di Amministrazione della Società:

- le metodologie di analisi finanziaria e di valutazione impiegate dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente sono coerenti rispetto alla configurazione dell'Operazione, che ricordiamo essere stata strutturata come un'operazione unitaria, e risultano altresì in linea con gli approcci riscontrabili sul mercato per operazioni similari;
- gli approcci utilizzati dal Consiglio di Amministrazione e dall'Esperto Indipendente sono ragionevoli e risultano coerenti con le informazioni utilizzate e i risultati ottenuti;
- le analisi e le attività di *reperforming* da noi svolte confortano le conclusioni a cui sono pervenuti sia il Consiglio di Amministrazione sia l'Esperto Indipendente, così come risulta dalle informazioni riportate nel Capitolo 6.

Sulla base delle nostre considerazioni e conclusioni e nei limiti dell'Incarico a noi conferito, siamo dell'opinione che, alla data del presente Parere, il Rapporto di Assegnazione, inteso come controllore complessivamente attribuito, in denaro e in natura, agli Azionisti di Risparmio nell'ambito dell'Operazione, sia congruo dal punto di vista finanziario.

Fonte: Informazione pubblica. Per motivi di riservatezza sono stati utilizzati nomi di fantasia.







Aspetti chiave

10

Le conclusioni dell'Esperto



To sum up...

-  L' **importanza** e l' **utilità** delle Fairness Opinion **non è in discussione**.
-  La necessità (opportunità) di usare **consulenti competenti e indipendenti**.
-  Il tema non è definire se la Fairness Opinion è una Valutazione o un prodotto a se, piuttosto definire meglio la frase *«possono derivare da una valutazione o da un parere valutativo»*.
-  La presentazione ha messo in luce più le (auspicabili) **convergenze** tra le 2 tipologie di attività (Valutazione vs Fairness Opinion) che le differenze.
-  Il tema reale è pertanto **definire** le **attività** che devono essere svolte e il **contenuto** informativo del parere.
-  Alla fine possiamo concludere che quello di cui il **destinatario ha bisogno è capire la differenza tra prezzo e valore**.

