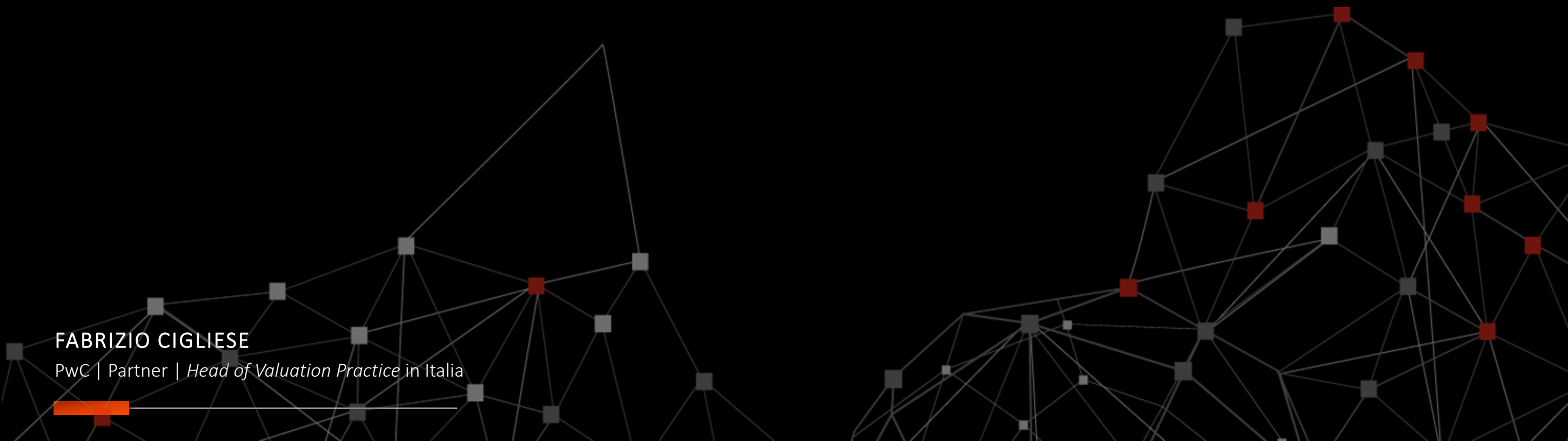


Le Valutazioni nelle *Fairness Opinion*: Forma o Sostanza?

“The Magic Pieces of Paper”

FABRIZIO CIGLIESE

PwC | Partner | *Head of Valuation Practice in Italia*



Agenda



01

Fairness Opinion: definizione, scopo, e limiti (cenni)

02

The Magic Pieces of Paper: forma o sostanza nel giudizio di congruità?

03

Alcune evidenze sulle FO rilasciate nell'ambito di OPA sul mercato domestico

04

Conclusioni e principali *takeaway*



01

Fairness Opinion:
definizione, scopo, e
limiti (cenni)



Che cosa sono?

- Le *Fairness Opinion* (o FO) sono pareri in cui si esprime un **GIUDIZIO DI RAGIONEVOLEZZA** – sotto il profilo **ESCLUSIVAMENTE FINANZIARIO** – di un prezzo (di vendita, o di acquisto), nel mero **CONTESTO SPECIFICO** di una determinata transazione, ed in un **DATO MOMENTO**



- La formulazione di un giudizio di ragionevolezza da un punto di vista finanziario richiede, di norma, lo **SVOLGIMENTO DI UNA VALUTAZIONE** o di un' **ANALISI VALUTATIVA**
- Le FO dovrebbero essere uno strumento per **TUTELARE IL RISCHIO DI TRASFERIMENTO DI RICCHEZZA** a favore delle controparti, e a danno degli azionisti dell'entità acquirente e/o venditrice, in operazioni di finanza straordinaria e/o con parti correlate. Più in generale, tutelare **COLORO CHE POTREBBERO SUBIRE UNA DECISIONE NON FAIR**

Casistiche in cui sono richieste (a titolo esemplificativo)...

Offerte Pubbliche d'Acquisto (OPA)

M&A (buy-side / sell-side)



Operazioni con Parti Correlate (OPC)

Ricapitalizzazioni

Quale è il loro scopo?

In origine...





Funzioni / Utilità?

- Una FO di buona qualità dovrebbe contenere gli elementi necessari al Consiglio di Amministrazione (o Amministratori Indipendenti o Organi di Controllo) per **ASSUMERE DECISIONI INFORMATE** di convenienza finanziaria
- Inoltre, dovrebbe **MIGLIORARE L'APPREZZAMENTO DEI RISCHI** connessi alle caratteristiche specifiche del *deal*

Strumenti utili a (lista non esaustiva)...



Evitare investimenti che l'entità potrebbe non essere in grado di recuperare (rischio impairment futuri)



Dimostrare l'adempimento dei «fiduciary duties» del Consiglio di Amministrazione, in particolare del «duty of care»



Migliorare i termini di un *deal* (clausole di aggiustamento prezzo)



Informare il mercato di eventuali *mis-pricing*



Che cosa non sono?

- Un giudizio sul miglior prezzo realizzabile, nonchè sulla migliore forma di valorizzazione dell'*asset* / interessenza / strumento
- Un *assessment* del processo negoziale
- Un giudizio sulle conseguenze contabili, fiscali, economiche, finanziarie, operative, e strategiche conseguenti all'operazione
- Una raccomandazione / sollecitazione agli azionisti
- Un parere su aspetti accessori dell'operazione (*e.g.*, *lock-up*, *break-up fee*, accordi di incentivazione, *etc*)
- Una certificazione o revisione delle informazioni finanziarie storiche o prospettiche

La Fairness Opinion nell'Exposure Draft Principi Italiani di Valutazione 2026

TIPOLOGIA DI VALUTAZIONE

PARTE I, § 4.8

I FLUSSI PROSPETTICI

PARTE III, § 1.23

“ *I pareri di congruità finanziaria comportano un giudizio di ragionevolezza di un prezzo o di un rapporto di concambio (stimato da altro esperto di valutazione o proposto da una parte o negoziato fra le parti) di una specifica attività ad una specifica data. Il parere è volto a **identificare se il prezzo o il rapporto di concambio ricade entro un range ragionevole di prezzi fattibili**, considerate le **specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione** e la **illiquidità della specifica attività**.*

*Il parere di congruità finanziaria **non si esprime** sul fatto se l'operazione di cui è definito il prezzo o il rapporto di concambio rappresenti sotto il profilo economico la **migliore soluzione per le parti**. Il parere di congruità finanziaria **non è un parere di convenienza economica dell'operazione**.*

“ *Nel caso di parere di congruità finanziaria (fairness opinion), l'Esperto di valutazione **non si pronuncia sull'accuratezza e sulla completezza delle assunzioni alla base dell'informazione prospettica, ma esclusivamente sulla ragionevolezza dei risultati prospettici**.*



02

*The Magic Pieces of
Paper: forma o sostanza
nel giudizio di congruità?*

L'involuzione... Pareri legalmente efficaci...



La necessità delle FO si sviluppa alla luce della storica **sentenza *Smith v. Van Gorkom*** pronunciata nel 1985 dalla Corte Suprema del *Delaware*. Tale pronuncia riguardava la decisione di cessione di un'entità controllata, assunta dal Consiglio di Amministrazione della società venditrice in assenza del supporto di una *fairness opinion*; decisione che la Corte ha qualificato come una grave violazione del dovere di diligenza (*duty of care*), in quanto non fondata su un processo decisionale adeguatamente informato nelle operazioni di finanza straordinaria.

A seguito di tale orientamento giurisprudenziale, si è progressivamente affermata la convinzione secondo cui la **presenza di una o più *Fairness Opinion* fosse idonea a consentire al *Board of Directors* di assolvere al proprio dovere di diligenza**, prescindendo sia dalla qualità e dalla robustezza del processo valutativo sottostante, sia dall'effettivo grado di indipendenza dell'esperto incaricato.

L'approccio *c.d.*, **minimalista** si è progressivamente diffuso, anche su impulso delle banche d'affari di matrice anglosassone. In questo contesto, ha assunto **rilievo prevalente** non tanto la natura e la profondità del lavoro svolto, quanto piuttosto la «**categoria**» del **soggetto chiamato a rilasciare la *Fairness Opinion***.

...ma alcune volte deboli sotto il profilo della sostanza



Le *Fairness Opinion* hanno via via **assolto il ruolo** di una **mera protezione legale a beneficio dei Consigli di Amministrazione** delle società coinvolte nell'operazione, piuttosto che di tutela per coloro che potrebbero subire una decisione non *fair*.

Ne è derivata anche una prassi in cui **prevale l'ampiezza dei criteri valutativi adottati, piuttosto che la selezione accurata di pochi metodi valutativi** adatti per lo specifico *deal* (in grado di mantenere una ragionevole dispersione del range dei prezzi possibili).

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

Alcune Critiche Sollevate da Investitori, Analisti, e M&A Attorney

“

I would argue that fairness opinions are doing more harm than good. By checking off a legally required box, they have become a way in which a board of directors buy immunization against legal consequences

...

the fairness opinion, as practiced now, is more travesty than protection and an expensive one at that

A. Damodaran, “*Fairness Opinions: Fix them or Flush them!*”, settembre 2016

“

Per quanto le Fairness opinion dei due advisor possano eventualmente considerarsi rappresentate, per struttura e livello di sintesi, coerentemente con una discutibile prassi di settore, occorre riconoscere che risultano ben poco utili all'azionista di [...] che voglia comprendere perché il rapporto di scambio azionario proposto da [...] è da considerarsi “inadeguato”

M. Rutigliano, “*Dissoi Lógoi, informativa al mercato e interessi degli azionisti. Il caso dell'OPAS di Intesa San Paolo su UBI Banca*»



“

Delaware jurisprudence confirms that fairness opinions are not authoritative indicators of value, and that financial advisors sometimes bend to achieve controlling shareholders' objectives

<https://courts.delaware.gov/supreme/oralarguments/download.aspx?id=547>

“

A fairness opinion is not a real valuation, not a pure effort.... A fairness opinion says: Given certain explicit assumptions that we've agreed on with management, and running those numbers through certain standard valuation techniques, you can get a pretty wide range of values, and the price of this deal is within that range... It is a sanity check on the deal price... That is not nothing! But it's not much more than that

M. Levine, “*Merchant Banks and Bond Lies*”, Bloomberg, settembre 2016

Case Study

Alcune criticità di natura sostanziale rilevate dalla Court of Chancery del Delaware con riferimento a una fairness opinion rilasciata da una primaria banca d'affari a supporto del Consiglio di Amministrazione della Target, nel contesto di un'operazione di acquisizione negli Stati Uniti

OVERVIEW DELLA TRANSAZIONE

- Nel 2013, un primario operatore globale nelle soluzioni di pagamento ha annunciato l'acquisizione totalitaria di una *listed company* US attiva nella fornitura di carte di debito prepagate ricaricabili e di servizi finanziari (la «Target»), mediante un'operazione regolata interamente in contanti per un valore complessivo di ~\$1,4 miliardi (c.d., «Aggregate Value of Transaction»), riconoscendo agli azionisti della Target un corrispettivo per azione pari a \$16,00 (il «Corrispettivo Offerto»).
- In tal contesto, il Board of Directors della Target ha richiesto una Fairness Opinion ad una primaria banca d'affari (nella top 10 della Thomson Reuters Americas M&A league table). A lato, le conclusioni raggiunte dalla stessa...

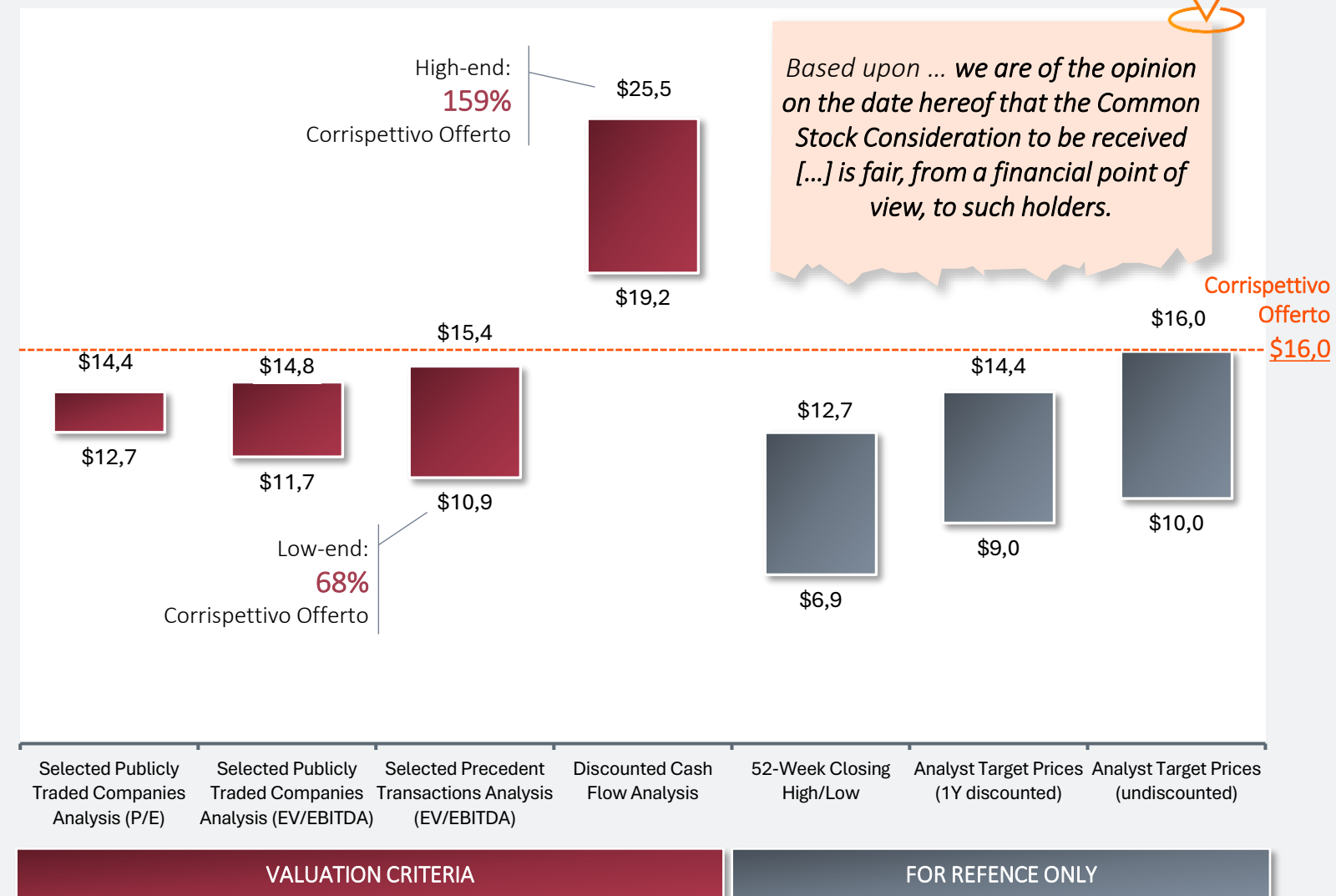
RILIEVI DELLA COURT OF CHANCERY DEL DELAWARE⁽¹⁾

- Sebbene la Corte abbia negato la richiesta di inibitoria, la stessa ha evidenziato criticità sulla FO...

The evidence confirms that the Fairness Opinion was, in fact, weak. The relative weakness of the Fairness Opinion does not demonstrate that the price is unfair; instead, it indicates that the Fairness Opinion is a poor substitute for a market check

The DCF analysis 1) indicates that the [...] offer was grossly inadequate and 2) was based on financial projections that were outside the range of management's customary projections. The presence of the anomalous DCF valuation makes the Fairness Opinion a less reliable substitute for a market check

CONCLUSIONI DELLA FAIRNESS OPINION



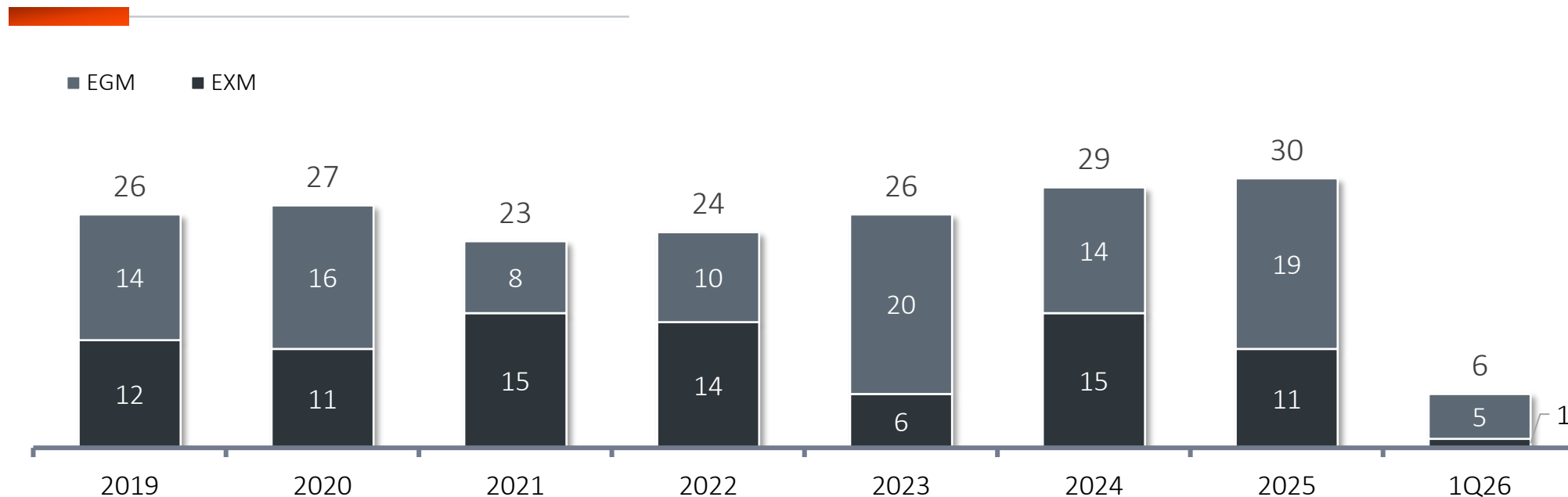
Nota:⁽¹⁾ Successivamente all'annuncio dell'operazione, un azionista della Target ha promosso un'azione presso la Court of Chancery del Delaware, contestando il processo di vendita e l'adeguatezza della valutazione nell'operazione di acquisizione, evidenziando, tra l'altro, l'affidamento su una fairness opinion ritenuta debole. Fonti: SEC's EDGAR database, FactSet, website <https://courts.delaware.gov>



03

Alcune evidenze sulle
FO rilasciate
nell'ambito di OPA sul
mercato domestico

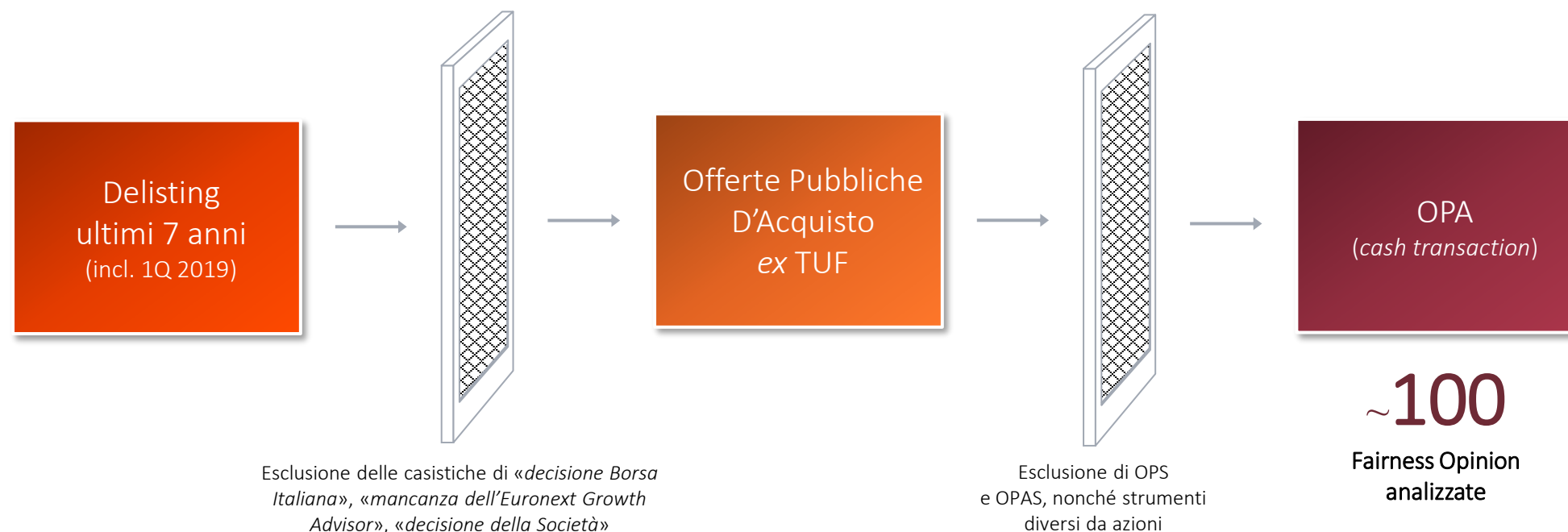
Il crescente fenomeno del *delisting* sul mercato domestico, ha generato una domanda di FO a supporto degli adempimenti normativi previsti dal TUF



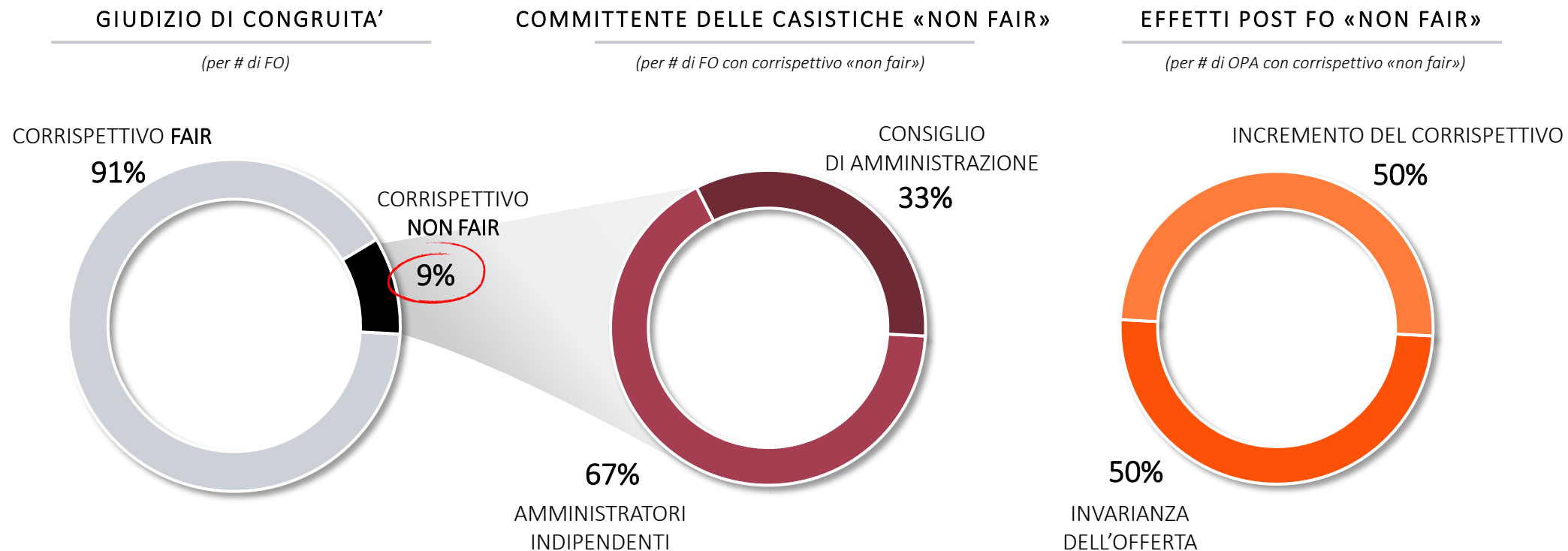
Nota: ⁽¹⁾ Incluso il 1Q 2019, per le finalità delle analisi. EXM = Euronext Milan, EGM = Euronext Growth Milan.

Fonti: Borsa Italiana, Consob, ricerca di Equita SIM denominata «Fondo Nazionale Strategico Indiretto (FNSI)» e datata gennaio 2026

Dall'analisi dei Documenti d'Offerta, e dei Comunicati dell'Emittente, è stato identificato un *panel* di ~100 FO rilasciate nell'ambito di OPA (*cash transaction*) su azioni

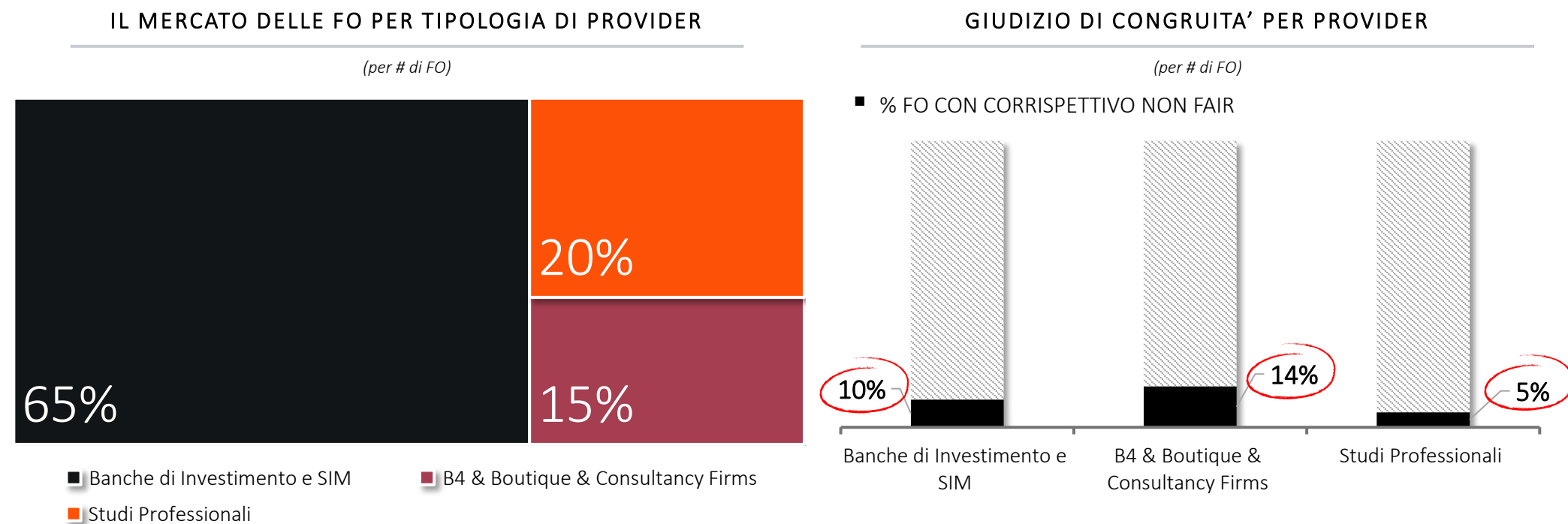


Quali sono stati gli esiti delle FO analizzate?



Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti

I provider delle FO analizzate: alcuni insight



Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti

Richiamo ai PIV nelle FO analizzate, e distribuzione del numero di metodologie utilizzate nella formulazione del giudizio di congruità

RICHIAMO AI PIV NELLE FO

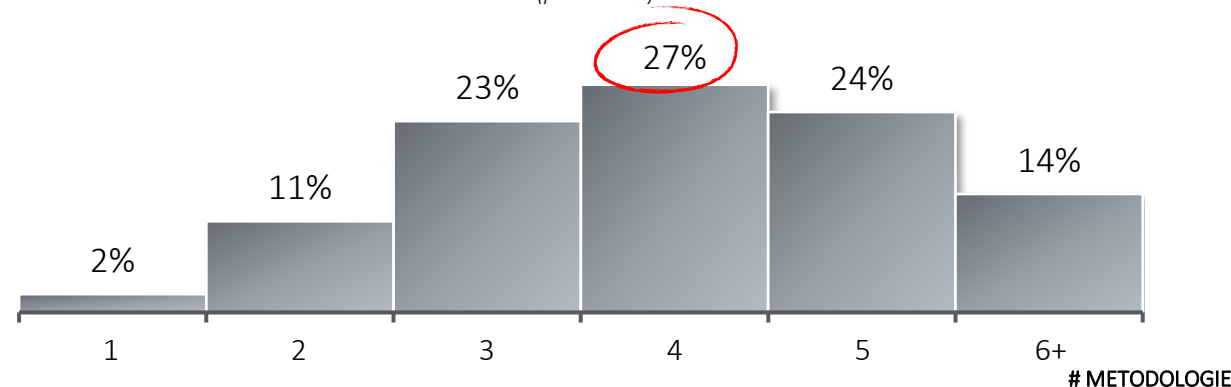
(per # di FO)



Nel **15%** delle FO analizzate c'è un richiamo ai PIV

METODOLOGIE UTILIZZATE

(per # di FO)

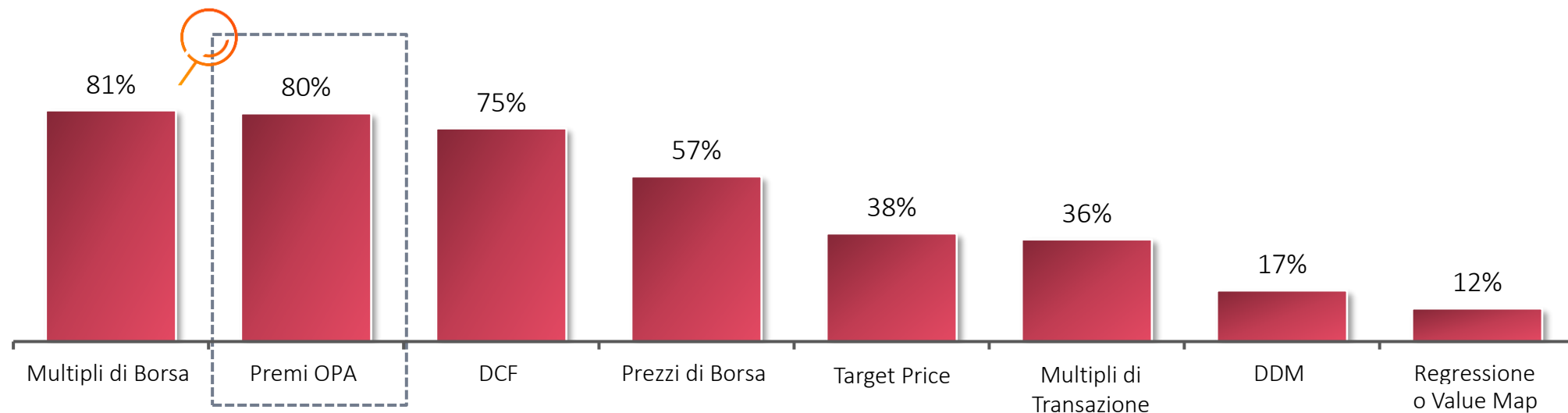


Il **98%** delle FO analizzate includono più di una metodologia valutativa

Nel **87%** delle FO analizzate tre – o più – metodologie valutative sono state utilizzate

Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti

Metodologie valutative utilizzate nell'ambito delle FO analizzate



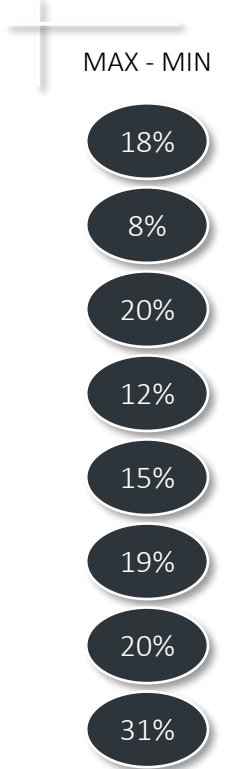
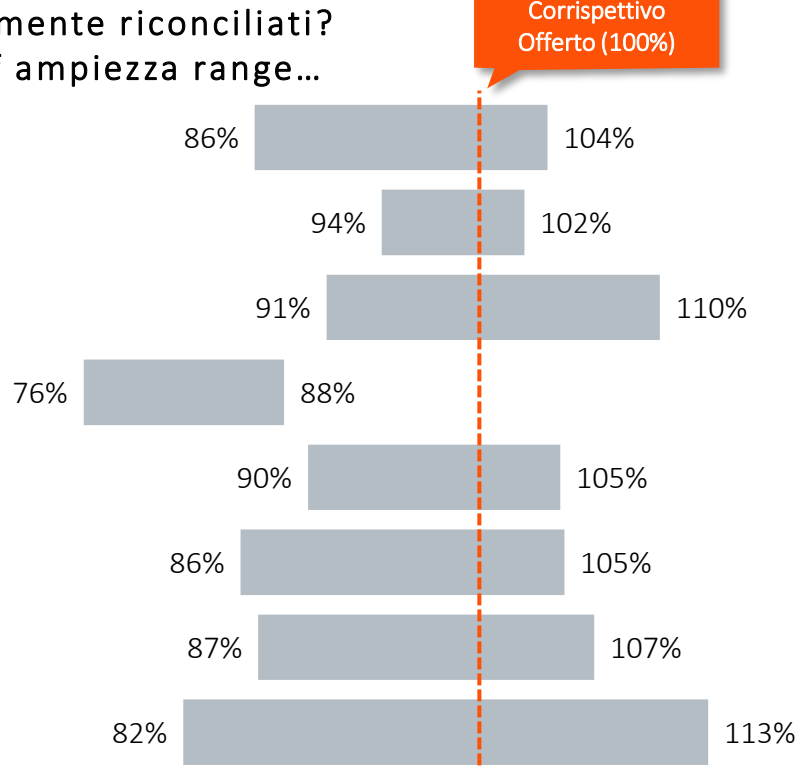
Nota metodologica: In casi residuali è stato rilevato l'utilizzo del metodo del valore attuale dei prezzi attesi, non rappresentato nel grafico per la sua frequenza marginale.

Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti

Analisi della dispersione degli intervalli valutativi per tipologia di metodologia selezionata



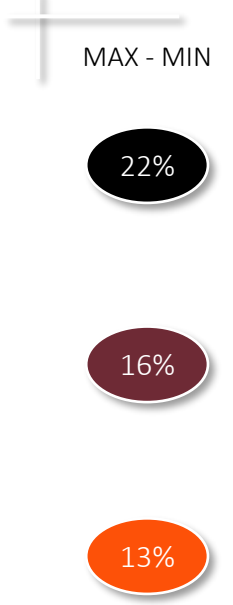
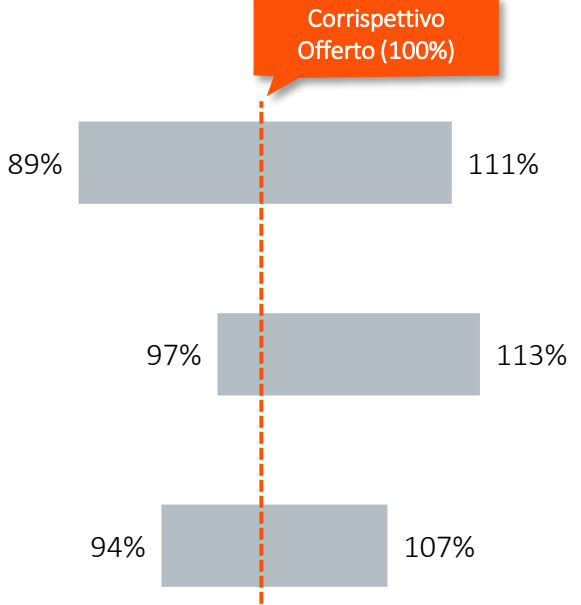
Adeguatamente riconciliati?
Trade-off ampiezza range...



Nota metodologica: Intervalli MIN /MAX costruiti in % del corrispettivo offerto. Valori mediani della distribuzione.
Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti



Adeguatamente riconciliati?
Trade-off ampiezza range...



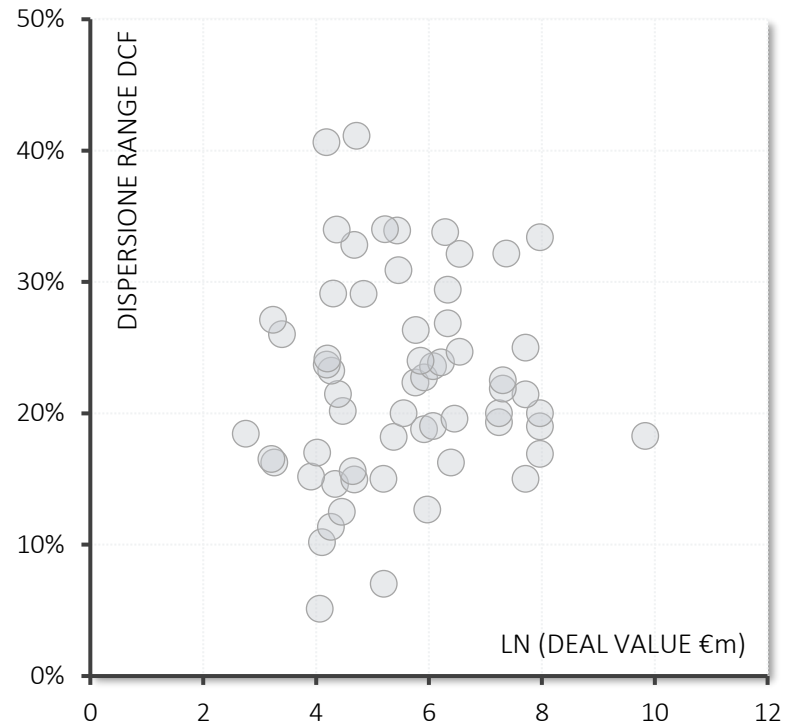
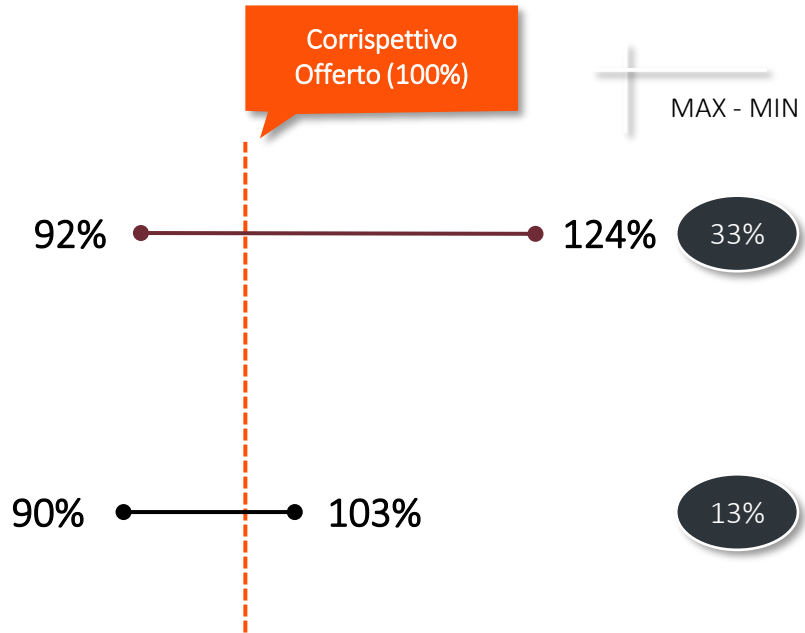
Nota metodologica: Intervalli MIN /MAX costruiti in % del corrispettivo offerto. Valori mediani della distribuzione.
Fonti: Borsa Italiana, Consob, website degli emittenti

Analisi della dispersione degli intervalli valutativi del DCF per provider

Insight sulla dispersione degli intervalli valutativi del DCF

25% dei DCF con l'intervallo di valori più ampio

25% dei DCF con l'intervallo di valori più ristretto

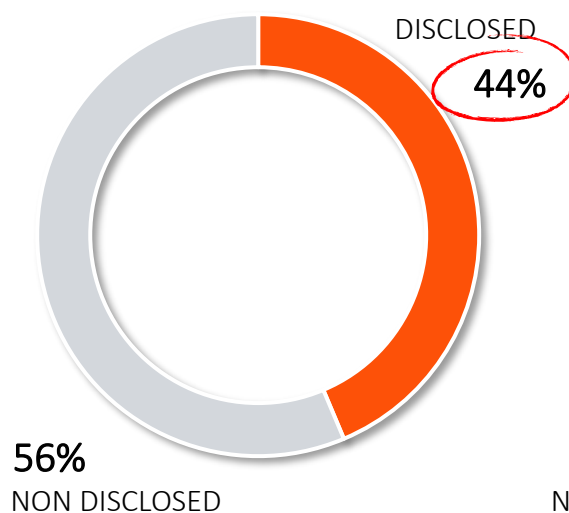


Nota metodologica: Intervalli MIN /MAX costruiti in % del corrispettivo offerto. Valori medi del 25-esimo e del 75-esimo percentile.
Fonti: Borsa Italiana, Consob, *website* degli emittenti

Insight sul DCF: disclosure su WACC e PGR, presenza – o meno – di analisi multi-scenario

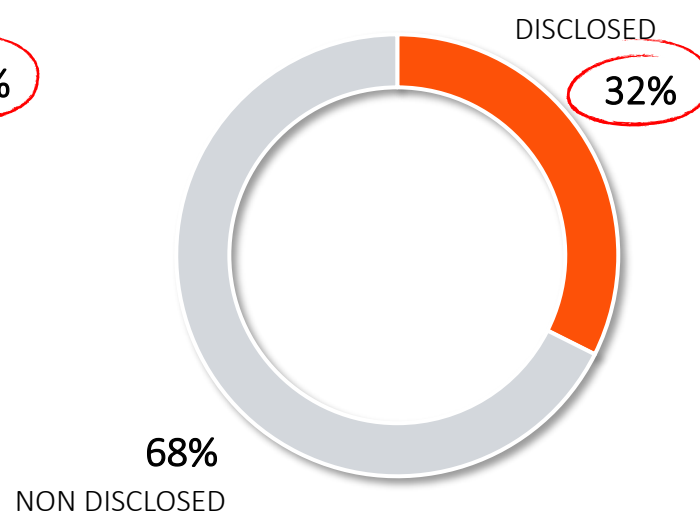
DISCLOSURE WACC (# CASISTICHE)

(per # di FO con DCF)



DISCLOSURE PGR (# CASISTICHE)

(per # di FO con DCF)



ULTERIORI EVIDENZE

- Numero limitato di casistiche in cui è stata sviluppata un'analisi multi-scenario a livello di dati previsionali
- *Spread* medio / mediano WACC range (max-min) = 0,9%-1,0%
- *Spread* medio / mediano PGR range (max-min) = 0,6%-0,5%

Razionali nella costruzione dei range di sensitivity?

L'Analisi Fondamentale: Presupposto Essenziale per un Giudizio di Congruità Robusto e Sostanziale

1 Analisi Strategica: Settore / Mercato

e.g.,

- Dimensione e crescita del mercato di riferimento (CAGR storico e atteso, driver strutturali vs ciclici)
- Barriere strutturali all'ingresso
- ...

2 Analisi Strategica: Azienda

e.g.,

- Business model (catena del valore, revenue model, profilo di marginalità)
- Principali fonti di vantaggio competitivo (e sostenibilità nel tempo)
- ...

3 Analisi dei Dati Storici

e.g.,

- Crescita dei ricavi (organica vs M&A, volatilità)
- Evoluzione della marginalità operativa e cash flow generation
- ...

4 Analisi dei Dati Previsionali

e.g.,

- Coerenza con trend storici e con i benchmark attesi settoriali (incl. consenso degli analisti)
- Analisi degli scostamenti actual vs budget
- ...

5 Analisi dello scenario macro- economico, del mercato dei capitali e del controllo

e.g.,

- Costo del capitale e driver di natura fondamentale del beta (DOL, D/E, business mix)
- Paradigma del mercato finanziario / value map (crescita, marginalità, rischio, contendibilità)
- ...



04

Conclusioni e principali *takeaway*

Principali Takeaway



L'importanza e l'utilità delle *Fairness Opinion* – anche laddove non *mandatory* – non sono in discussione. Tuttavia, le evidenze raccolte sembrerebbero ancora indicare un utilizzo spesso di natura difensiva, più che uno strumento di supporto a decisioni informate



«*More is not better*»: l'utilizzo diffuso di molteplici metodologie valutative non si traduce sempre in maggiore robustezza, ma in *range* ampi, e spesso non riconciliati



Limitata *disclosure* sui parametri valutativi del DCF, e scarso ricorso ad analisi multi-scenario a livello di dati previsionali (carenza di analisi fondamentale?)



Le evidenze suggeriscono che, in alcuni casi, le *Fairness Opinion* appaiono focalizzarsi sul posizionamento del prezzo all'interno di un *range* di valori



Tempi brevi (se non brevissimi) per il rilascio delle FO ne influenzano negativamente il grado di analiticità, la qualità del lavoro e... anche l'esito?