

# **Prezzi OPA e *fairness opinion*: quale tutela per il mercato.**

*Prof. Avv. Marco Ventoruzzo*  
*Università Bocconi*

**OIV – 20 aprile 2026**

# La 'fairness opinion' nel contesto OPA

- Parere motivato di un esperto indipendente che esprime, da un **punto di vista finanziario**, una valutazione sulla **ragionevolezza** (congruità? adeguatezza? equità?) del **corrispettivo** di una determinata operazione rispetto a certe metodologie e criteri valutativi (illustrati e motivati);
  - Contenuto e funzione emergono – in prospettiva giuridica – anche in base all'art. 39 del RE Consob, oltre che all'art. 39-*bis* per il parere degli indipendenti in caso di opa di insider, secondo il quale il comunicato dell'emittente deve contenere una **valutazione motivata ... sull'offerta ... e sulla congruità del corrispettivo**; l'indicazione se l'emittente si è **avvalso di pareri di esperti indipendenti** e, in questo caso delle **metodologie** utilizzate e le **risultanze** di ogni criterio impiegato (allegando i pareri); considerazioni su andamento recente e **prospettive** dell'emittente;
  - Come spesso accade, è più facile dire cosa **NON** è:
    - **non** è in alcun modo una '**best price opinion**', non attesta certo che sia il miglior prezzo conseguibile;
    - **non** si estende a, né sostituisce o assorbe ulteriori valutazioni del cda: il comunicato infatti deve anche includere una valutazione degli effetti del successo dell'offerta sugli interessi dell'impresa, sull'occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi: in certo senso – ma sul punto torniamo – lascia fuori (buona parte delle) considerazioni di ordine **industriale/strategico**.
- rileva peraltro che FO partecipa della finalità, comune al documento d'offerta, di consentire ai destinatari un **fondato giudizio sull'offerta**: enfasi quindi al supporto informativo/valutativo, non 'bollino' sul prezzo;
- (nota a margine: invalsa anche la prassi di affiancare pareri di esperti giuridici).

**OPA cash**



- **P offerto**
- **P/W target**

**≠ metodi:**

- income: DCF, DDM, EV con PFN...
- market approach (multipli): EV/EBITDA, P/E, EV/OCF...
- misti patrimoniali-reddituali...

proiezioni, piani ecc. entrano in certo modo; non però nel senso di una attestazione della loro fondatezza, più come 'dati' pur letti criticamente

cda deve però esprimersi anche sugli 'effetti' dell'operazione in caso di suo successo, sugli elementi richiesti dalla legge e, si può ritenere, anche su ulteriori profili rilevanti per l'azionista. Per essere ancora più pratici: «ok, ma col nostro piano industriale, in due anni... quindi...». Spazio per considerazioni 'difensive' e valutazione non positiva con FO non negativa.

comunicato

**OPS**



- **P/W strumenti offerti**
- **P/W target**

# Due domande tra le molte

possiamo avere *fairness* negativa in caso di offerta obbligatoria quindi con P minimo fissato per legge? (c.d. opa 'a sconto')? Certamente sì: ≠ condizioni min di legge e congruità.

*post-acquisition gains*: è del tutto corretto, proprio nella logica del giudizio di adeguatezza finanziaria, che il cda affermi che il corrispettivo è inadeguato perché  $\neq$  contributo della target al valore combined entity e/o sinergie prospettate da bidder in caso di successo? Chi aderisce non parteciperà di quegli (eventuali) benefici.

# Alcuni ulteriori problemi tratti dalla prassi

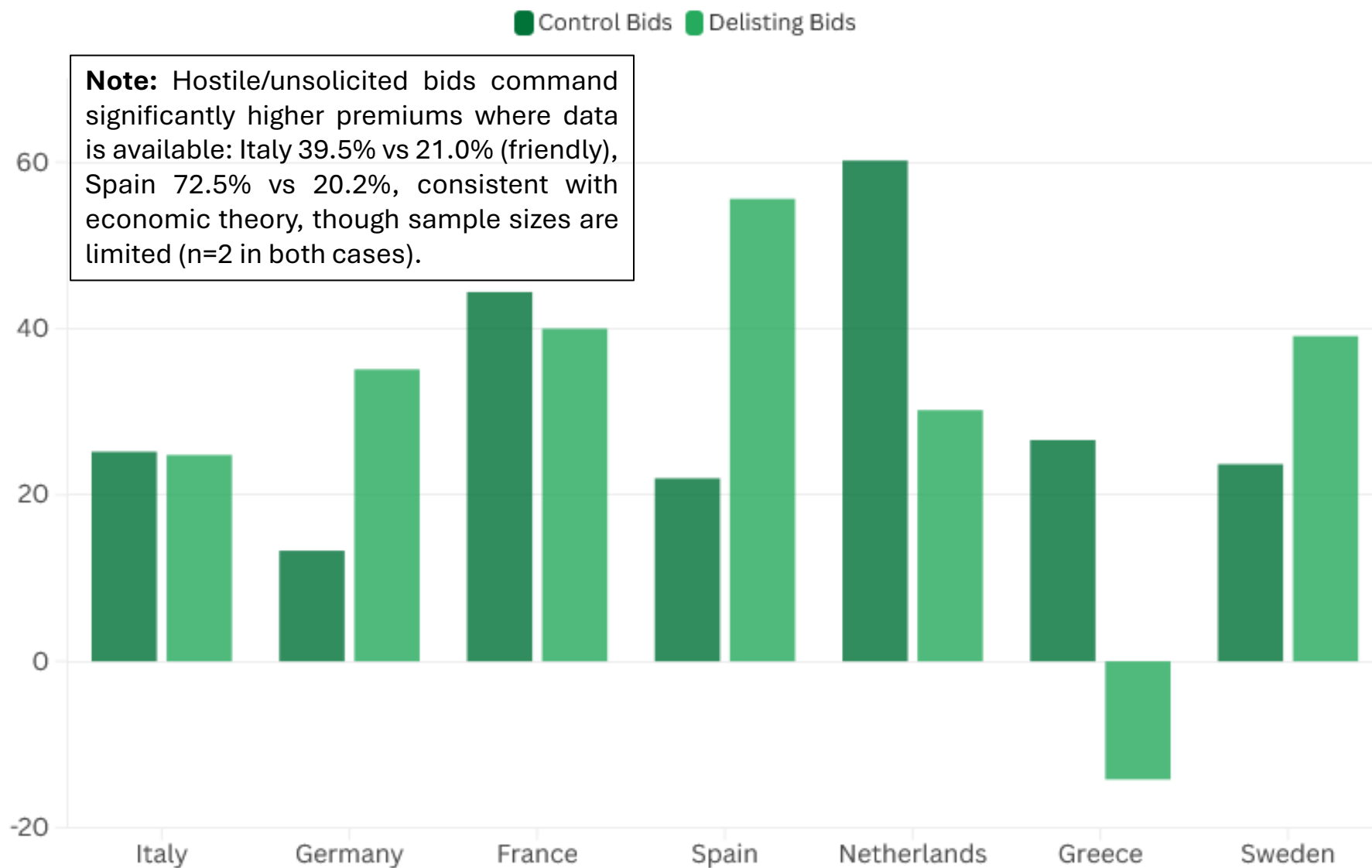
- Offerta che indica **future attività**, accordi, strategie che coinvolgono *bidder e target*:
  - se target si esprime su tali profili è come se avesse già dato giudizio su opa?
  - tema di condivisione di informazioni con offerente e non con altri investitori?
- Piano all'ultimo **momento**;
- Comunicato dell'emittente ex 103 TUF non è – ovviamente – **misura difensiva** bensì atto dovuto del cda. E si specifica nei comunicati che non sono 'raccomandazioni ad aderire o non aderire'. Però... esiste una '**zona grigia** di considerazioni sulla offerta', anche alla luce della FO, che merita attenzione.

# Fairness opinion tutela il mercato?

- Da un punto di vista logico/teorico la risposta non può che essere **affermativa**, sebbene – posto che non vi è un obbligo di ricercare il miglior P possibile – letture più ‘ciniche’, almeno in alcuni casi, sono possibili;
- Fairness negativa, salvo operazioni ostili, è rara (il che non significa che non siano attendibili: in un’operazione amichevole è più probabile una negoziazione). In ogni caso la FO ha non pochi margini:
  - *range stretching* (P si colloca nella parte bassa della forchetta) o *narrowing* per posizione difensiva della target;
  - tutte le possibili incertezze dei metodi utilizzati (es. WACC alto);
  - ponderazione strategica dei diversi Metodi;
  - linguaggio qualificato e limitazioni/*warnings*;
  - USA non pochi casi di FO positiva ma contestazioni/contenzioso; in Italia e EU più raro, se mai poche adesioni → rilanci;
- Obbligo di pubblicazione? (Italia sì se c’è: art. 39 RE)

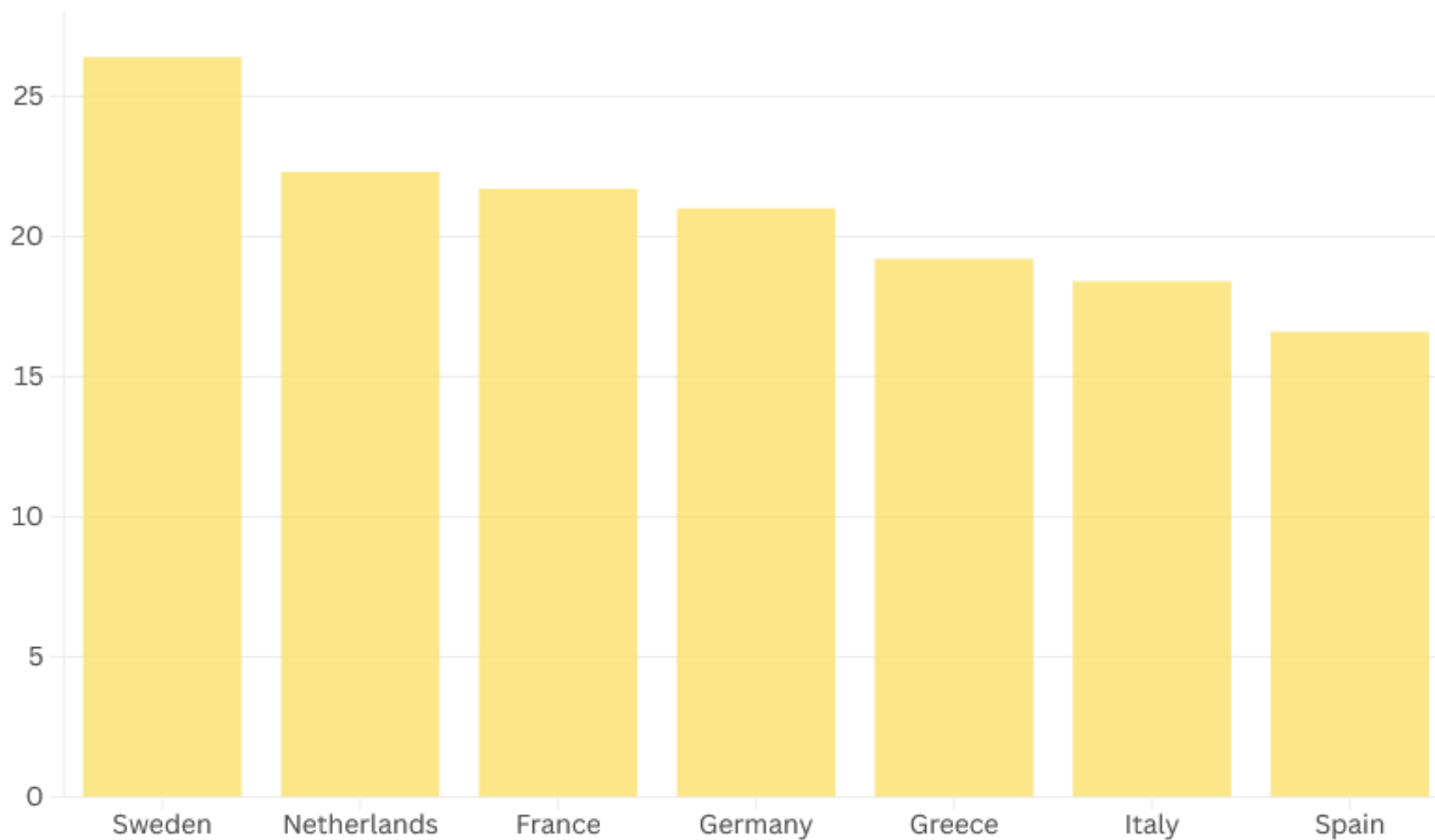
## Tender Offer Premiums by Country (2022–2025)

Median 4-week premium (%) | Median reported – more robust than mean, which is sensitive to outliers | Premiums above 300% excluded



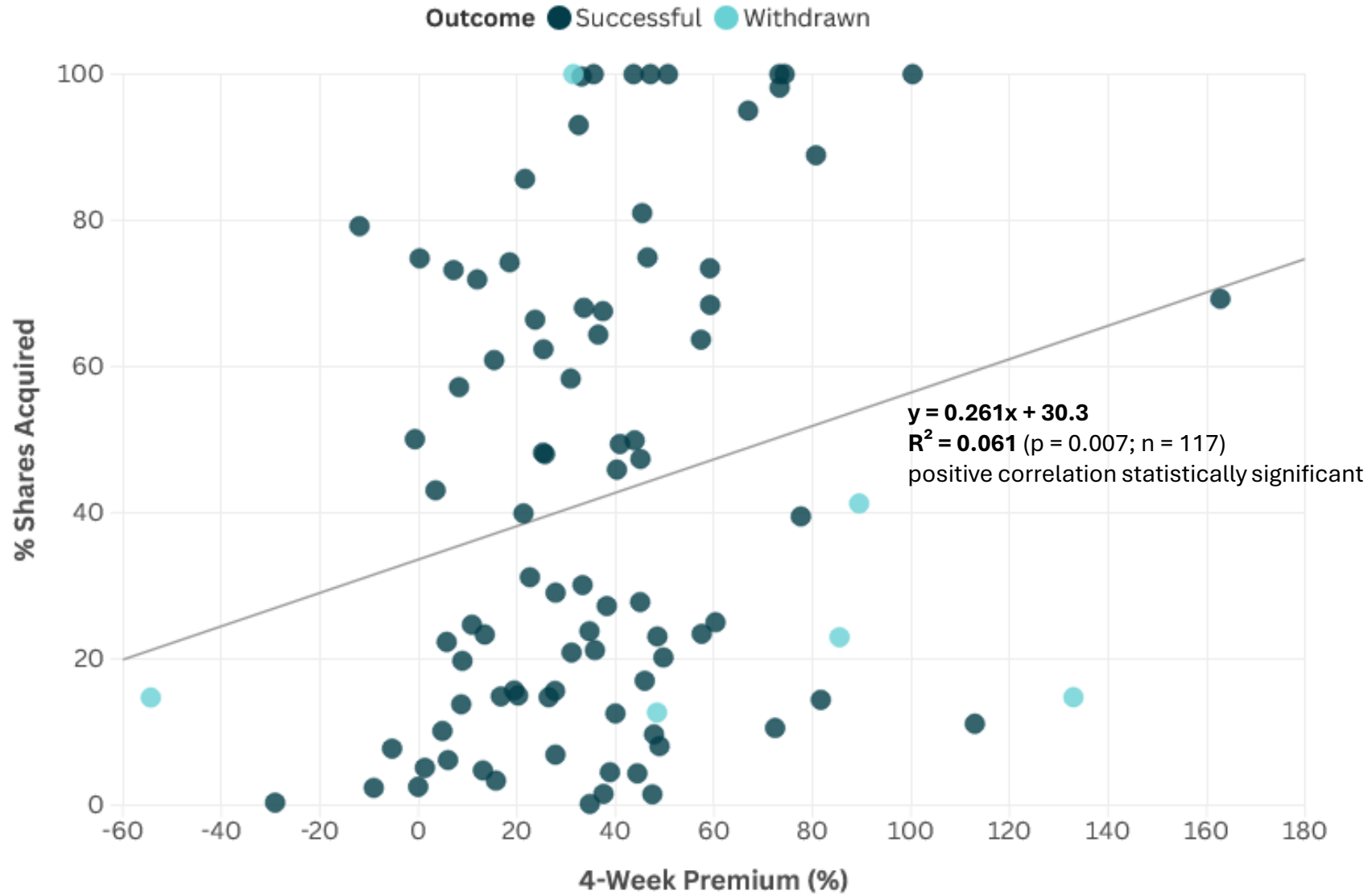
## Implicit P/E Multiple by Country (2022–2025)

Median Offer Price to EPS ratio | Measures how many times annual earnings the acquiror paid | Ratios above 200x excluded (loss-making companies) | n=201 deals with valid data out of 386 total | Sorted by median P/E descending



# Tender Offer Premium vs. Shares Acquired – Control Bids (2022–2025)

Each dot = one deal | Color = outcome | Regression line shows correlation between premium offered and shares acquired



# Cosa possiamo dire sul ruolo della FO?

- Su 83 OPA italiane (2022-2025) per acquisto del controllo (sia EGM che MTA), abbiamo FO della target in 36 casi (43,5%). Ragioni del N/A non esplicite (non c'era proprio, o Refinitiv non la ha rilevata?)
- Nelle OPA italiane di controllo di valore  $\geq$  €50 mn, **la presenza di una *fairness opinion* formalmente registrata da Refinitiv è associata a un tasso di rilancio del 35% vs 21% senza, e a *uplift* medi di +13% vs -1%**. Il risultato è **direzionalmente coerente** con l'ipotesi "*fairness opinion* come meccanismo di *pricing*" perché il sottogruppo con FO ha rilanci più frequenti e rilevanti, ma la dimensione del campione non permette un test inferenziale conclusivo, e la copertura Refinitiv del campo FO è incompleta sui *deal* non coperti dagli intermediari principali.

## Price Revisions on Italian Tender Offers with Formal Target Fairness Opinion (2022–2025)

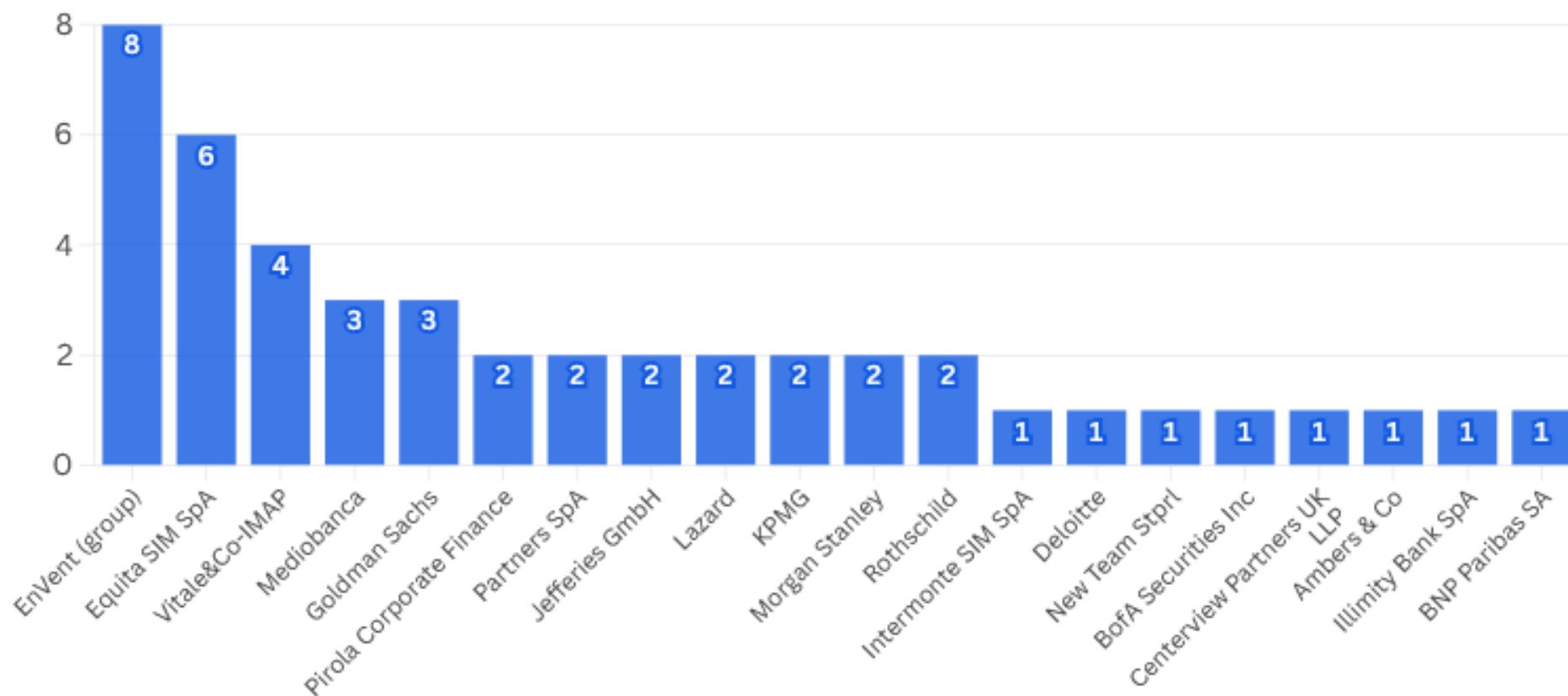


Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After ≥ 50%, Held at Announcement < 50%) | Jan 2022 – Dec 2025 | Sample restricted to deals with formal "Fairness Opinion Advisor on Sellside/Target" recorded in Refinitiv

## Fairness Opinion Advisors on the Target Side – Italian Tender Offers (2022–2025)

Number of fairness opinions issued per advisor | Sample: 36 Italian control-acquisition tender offers with formal target FO recorded by Refinitiv | 46 total mandates (some deals have multiple FO providers)

Number of fairness opinions issued (Targets both EGM & MTA)



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After  $\geq$  50%, Held at Announcement < 50%) | Jan 2022 – Dec 2025 | Affiliates of the same group consolidated (EnVent Italia SIM + Envent Capital Markets + EnVent SpA = "EnVent group"; Goldman Sachs & Co + Goldman Sachs Bank Europe = "Goldman Sachs"; KPMG + KPMG Corporate Finance = "KPMG"; Morgan Stanley + Morgan Stanley & Co Intl = "Morgan Stanley"; Rothschild & Co + Rothschild Italia = "Rothschild")

## Fairness Opinion Advisors on the Target Side – Italian Tender Offers (2022–2025)

Number of fairness opinions issued per advisor | Sample: 36 Italian control-acquisition tender offers with formal target FO recorded by Refinitiv | 46 total mandates (some deals have multiple FO providers)

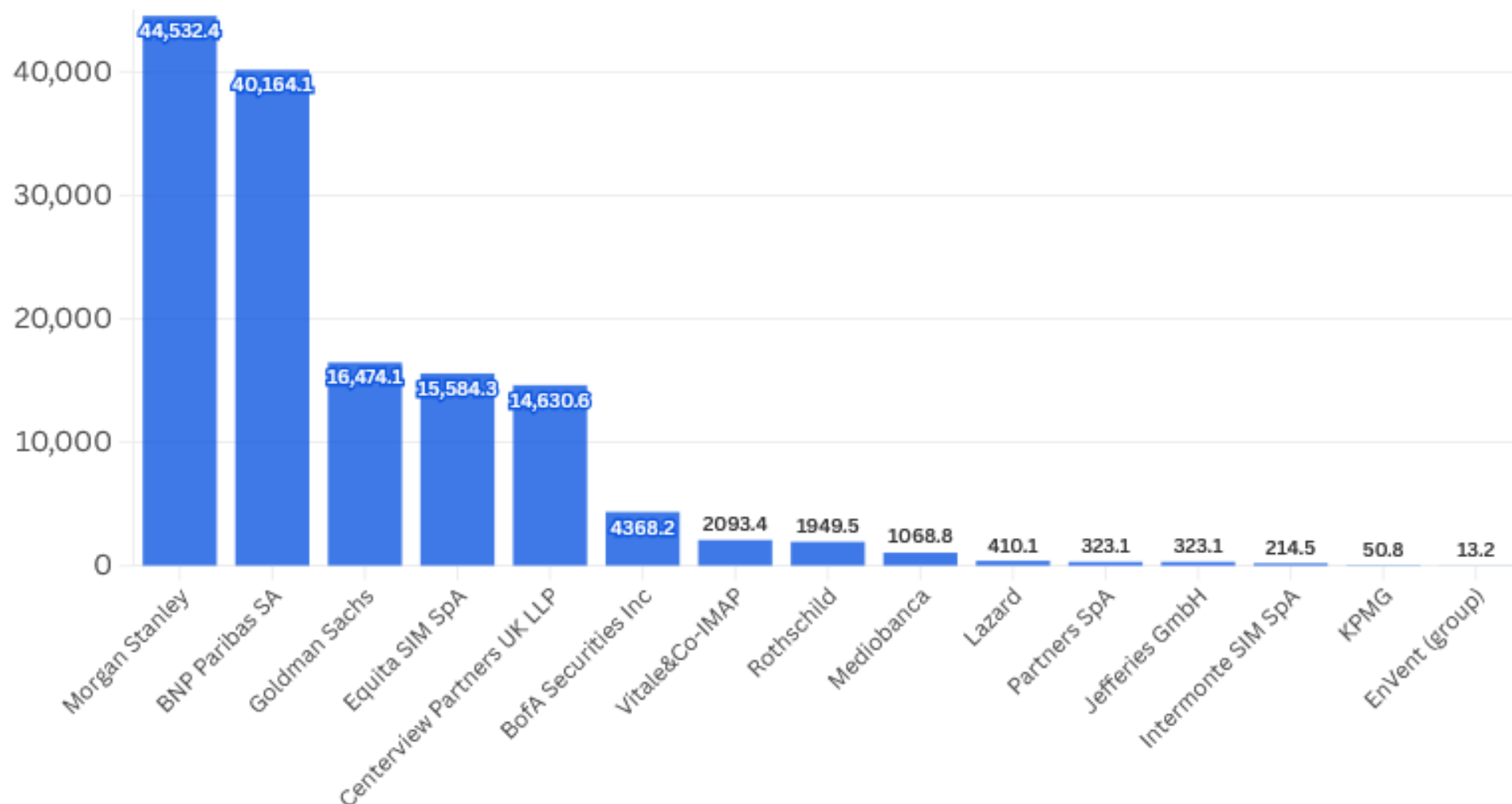
Number of fairness opinions issued (Targets only MTA)



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After  $\geq 50\%$ , Held at Announcement  $< 50\%$ ) | Jan 2022 – Dec 2025 | Affiliates of the same group consolidated (EnVent Italia SIM + Envent Capital Markets + EnVent SpA = "EnVent group"; Goldman Sachs & Co + Goldman Sachs Bank Europe = "Goldman Sachs"; KPMG + KPMG Corporate Finance = "KPMG"; Morgan Stanley + Morgan Stanley & Co Intl = "Morgan Stanley"; Rothschild & Co + Rothschild Italia = "Rothschild")

## Fairness Opinion Advisors on the Target Side – Total Deal Value (2022–2025)

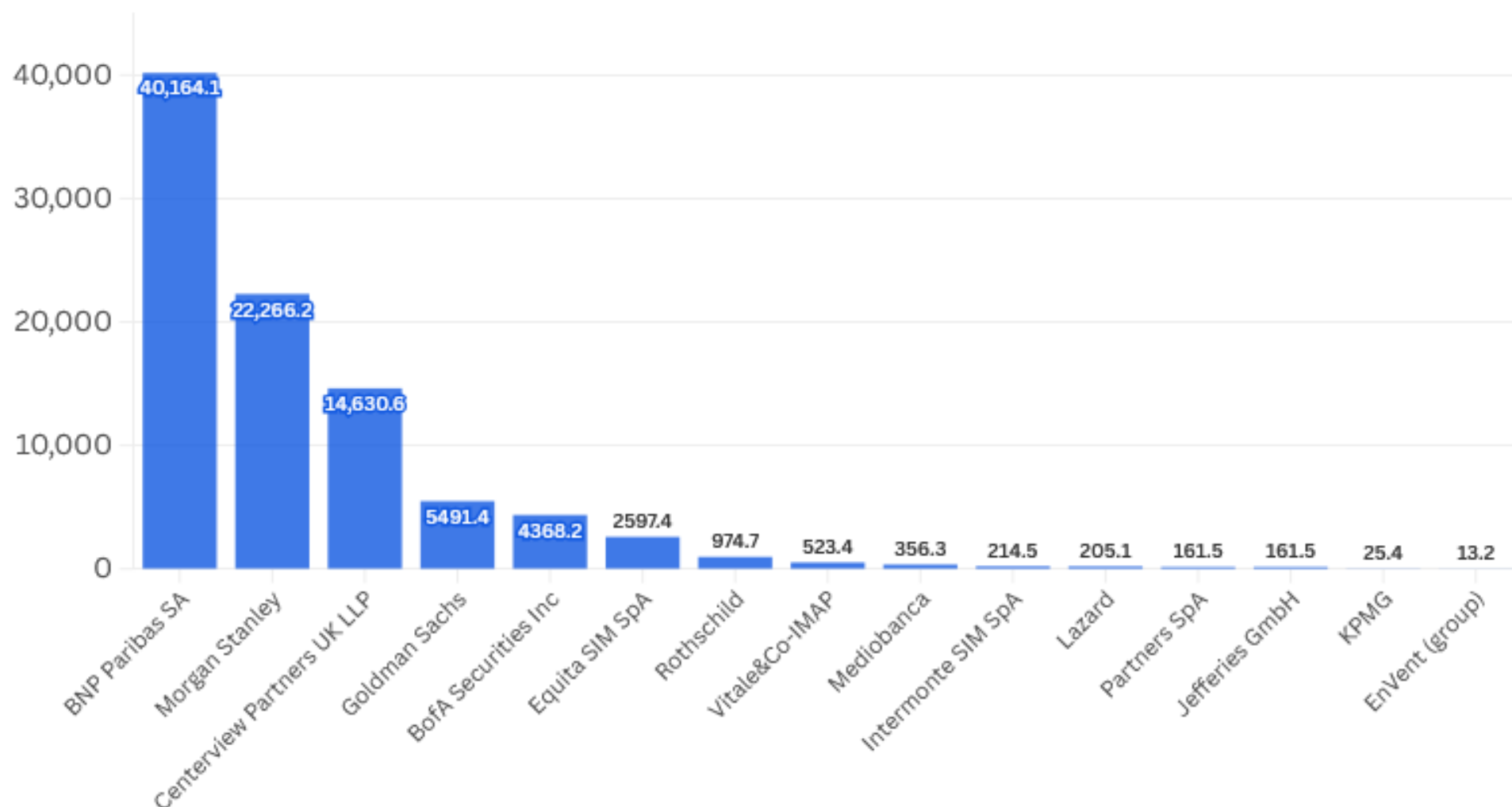
Total Deal Value (euro mn)



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After ≥ 50%, Held at Announcement < 50%) | Jan 2022 – Dec 2025 | Affiliates of the same group consolidated (EnVent Italia SIM + Envent Capital Markets + EnVent SpA = "EnVent group"; Goldman Sachs & Co + Goldman Sachs Bank Europe = "Goldman Sachs"; KPMG + KPMG Corporate Finance = "KPMG"; Morgan Stanley + Morgan Stanley & Co Intl = "Morgan Stanley"; Rothschild & Co + Rothschild Italia = "Rothschild"). Advisors with only 1 mandate should be interpreted with caution.

## Fairness Opinion Advisors on the Target Side – Average Deal Value (2022–2025)

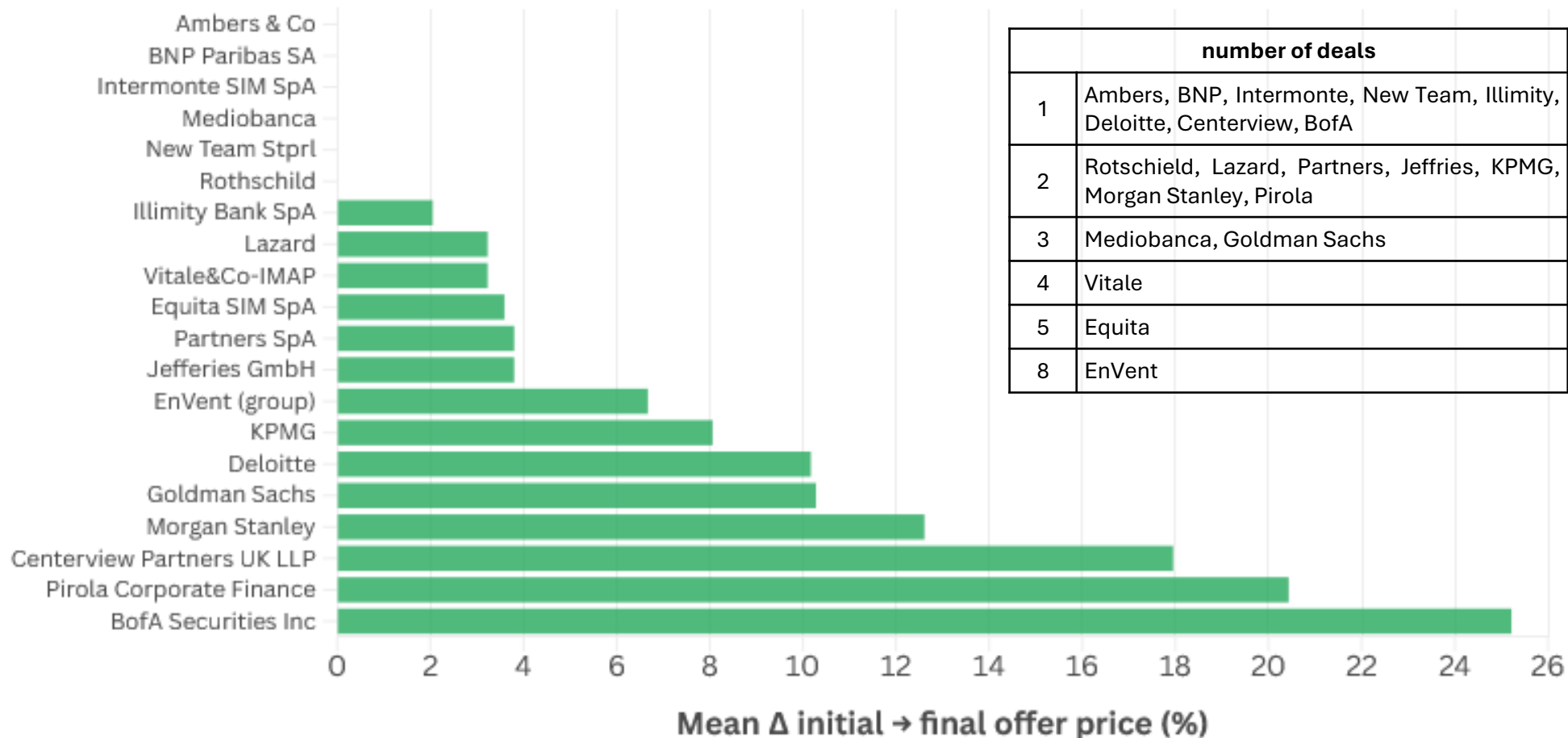
Average Deal Value (euro mn)



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After ≥ 50%, Held at Announcement < 50%) | Jan 2022 – Dec 2025 | Affiliates of the same group consolidated (EnVent Italia SIM + Envent Capital Markets + EnVent SpA = "EnVent group"; Goldman Sachs & Co + Goldman Sachs Bank Europe = "Goldman Sachs"; KPMG + KPMG Corporate Finance = "KPMG"; Morgan Stanley + Morgan Stanley & Co Intl = "Morgan Stanley"; Rothschild & Co + Rothschild Italia = "Rothschild"). Advisors with only 1 mandate should be interpreted with caution.

# Fairness Opinion Advisors and Average Price Revision – Individual Advisors (2022–2025)

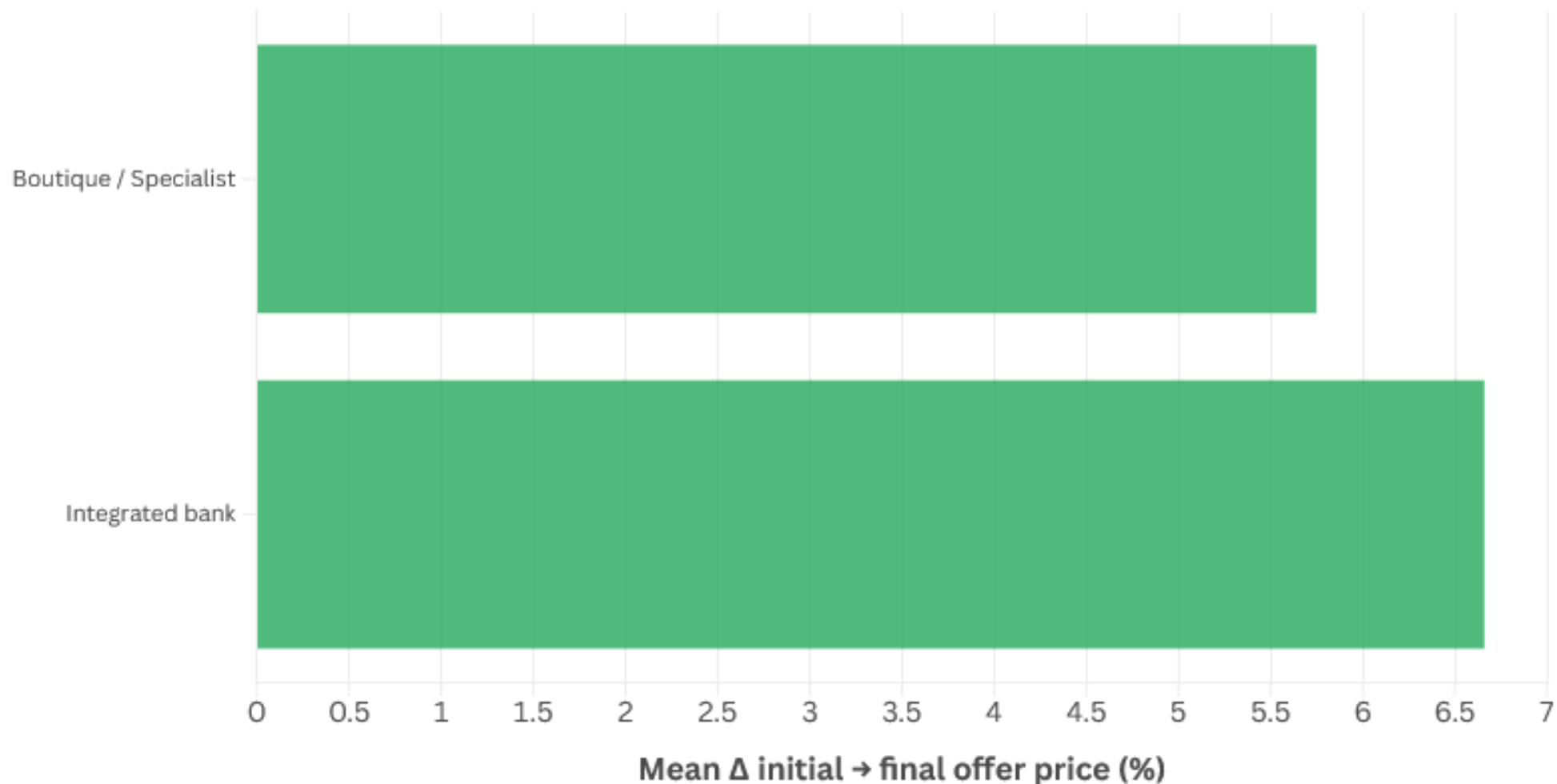
Mean  $\Delta$  between initial and final offer price across all deals advised



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After  $\geq 50\%$ , Held at Announcement  $< 50\%$ ) | Jan 2022 – Dec 2025 | Sample: 35 advisor-deal pairs from 35 deals with formal "Fairness Opinion Advisor on Sellside/Target" – Salcef Group excluded (mechanical dividend adjustment under art. 40-bis Reg. Emittenti Consob). Co-advisors consolidated at group level (Goldman Sachs, Morgan Stanley, KPMG, Rothschild, EnVent). Mean computed across all deals advised: deals without a price revision count as 0%. Most advisors have only 1–3 mandates, so averages are noisy; the chart is descriptive, not inferential.

## Fairness Opinion Mandates by Advisor Type – Italian Tender Offers (2022–2025)

Mean  $\Delta$  between initial and final offer price across all deals advised



Source: Refinitiv Eikon / LSEG Workspace – M&A Deals Screener | Tender Offer Flag = True | Target Nation = Italy | Control acquisitions (Seeking After  $\geq 50\%$ , Held at Announcement  $< 50\%$ ) | Jan 2022 – Dec 2025 | Sample: 35 advisor-deal pairs from 35 deals with formal "Fairness Opinion Advisor on Sellside/Target" – Salcef Group excluded (mechanical dividend adjustment under art. 40-bis Reg. Emittenti Consob). Co-advisors consolidated at group level (Goldman Sachs, Morgan Stanley, KPMG, Rothschild, EnVent). Mean computed across all deals advised: deals without a price revision count as 0%. Most advisors have only 1–3 mandates, so averages are noisy; the chart is descriptive, not inferential.

# Cosa sarebbe interessante fare (e magari faremo)

Prendendo effettivamente tutte le FO (numeri gestibili) e studiandole nel merito...

...oltre a una sintesi dei metodi ecc....

...correlazioni che tengano conto del contenuto delle FO adeguatamente codificato, confrontando questo con i premi rispetto al mercato o rispetto ai fondamentali, tenendo conto di tipo di operazione (amichevole/ostile, obbligatoria/facoltativa, cash/scambio); con la postura del cda sull'offerta; con eventuali aumenti di prezzo e i tassi di adesione/successo.