

Come gli amministratori devono leggere le *Fairness Opinion*

***Fairness Opinion* e OPA – Convegno OIV 20 aprile 2026**

Mauro Bini – Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi

Agenda

- Congruità finanziaria
- Due tipologie di *Fairness Opinion*
- Elementi chiave delle FO
- Elementi di attenzione

Agenda

- **Congruità finanziaria**
- Due tipologie di *Fairness Opinion*
- Elementi chiave delle FO
- Elementi di attenzione

Congruità finanziaria

- Come può una transazione essere economicamente conveniente per la parte acquirente e venditrice ? Occorre che l'azienda abbia un diverso Hold Value per le parti.
- Un'operazione è win-win, quando:
 - Hold value del venditore < prezzo
 - Hold value del compratore > prezzo
 - In particolari condizioni:
 - Hold Value del venditore < prezzo + benefici indiretti della vendita
 - Hold value del compratore + benefici indiretti dell'acquisto > prezzo

Congruità finanziaria

CONVENIENZA ECONOMICA

- Come può una transazione essere economicamente conveniente per la parte acquirente e venditrice ? Occorre che l'azienda abbia un diverso *Hold Value* per le parti.
- Un'operazione è *win-win*, quando:
 - Hold value* del venditore < prezzo
 - Hold value* del compratore > prezzo
 - In particolari condizioni:
 - Hold Value* del venditore < prezzo + benefici indiretti della vendita
 - Hold value* del compratore + benefici indiretti dell'acquisto > prezzo

- La *fairness opinion* deve stabilire la congruità del **prezzo**, non la convenienza economica per le parti (fondata sul confronto fra valore per ciascun parte e prezzo). Se si considerano anche i benefici il giudizio è di congruità economica, non meramente finanziaria.
- La verifica di congruità del prezzo presuppone l'adozione della prospettiva del partecipante al mercato non quella del venditore né quella dell'acquirente.

CONGRUITA' FINANZIARIA

Congruità finanziaria

- Il problema è che «**non si negoziano beni, ma condizioni economiche¹**»:
 - AGGIUSTAMENTI PREZZO
 - GARANZIE
 - PERIMETRO
 - CONTROLLO/NON CONTROLLO
 - FORMA DI PAGAMENTO
 - FISCALITA'
 - RISCHI
 - CONTRATTI ACCESSORI



1) Ugo Caprara, Le Negoziazioni Caratteristiche dei Vasti Mercati. Principii di Tecnica Mercantile, Utet Torino 1946

Congruità finanziaria

- La **BJR** sancisce il diritto ad «onesti errori di giudizio» sempre che sia dimostrabile:
 - **Razionalità**
 - **Diligenza**
 - **Assenza di conflitti di interesse**
- Tuttavia, **gli investitori attivi** richiedono un approccio economico-sostanziale. Spesso sfidano le scelte degli amministratori con la produzione di evidenze contrarie o con la denuncia di carenze nelle analisi di supporto alle decisioni.
- La risposta non può essere quella di **umentare il numero di fairness opinion**.
- La valutazione delle conseguenze economiche delle decisioni rilevanti ed irreversibili deve essere verificata da **advisor indipendenti** diversi da chi rilascia le **fairness opinion**.
- Troppe operazioni straordinarie di società quotate si accompagnano ad una reazione negativa di mercato finanziario. Troppe operazioni straordinarie hanno ancora un tasso di insuccesso elevato (perché pro-cicliche). **Dalla letteratura sappiamo che solo il 50%-60% delle operazioni straordinarie genera benefici per entrambe le parti**. In tutti gli altri casi (40%-50%) almeno una parte perde.
- L'importanza di distinzione fra valori e prezzi.

Congruità finanziaria

Quali sono gli elementi sfidanti per gli amministratori ?

- 1) Gli amministratori si caratterizzano per una **naturale avversione al rischio** che li porta a preferire la conservazione del valore alla creazione di valore;
- 2) Le competenze degli amministratori non favoriscono un **questioning mind approach in tema di valore** nella prospettiva degli azionisti (e degli investitori)
- 3) La **propensione degli amministratori a ritardare o evitare decisioni complesse** o irreversibili o rischiose è funzione delle performance aziendali (**anticiclica**);
- 4) Gli amministratori **non hanno una chiara visione dei value drivers e dei value detractors** dei business che amministrano;
- 5) Gli amministratori **si affidano al narrato dei managers più che alle performance di borsa delle società**;
- 6) Gli amministratori hanno un'attitudine a considerare **gli investitori attivi ostili all'impresa come essa è (as is)** a prescindere dal fatto che siano portatori di legittime richieste di cambiamento.

Agenda

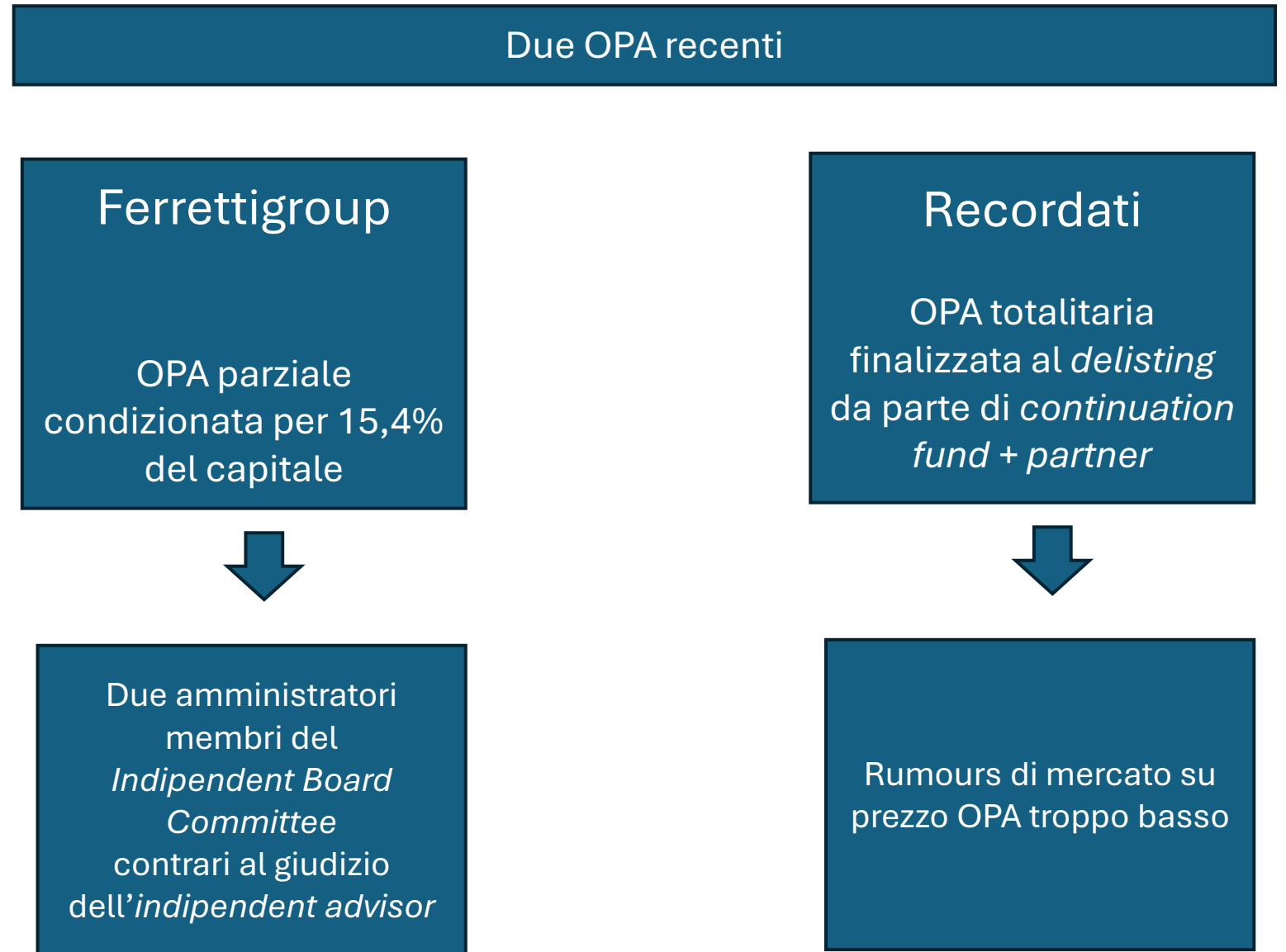
- Congruità finanziaria
- **Due tipologie di *Fairness Opinion***
- Elementi chiave delle FO
- Elementi di attenzione

Due tipologie di fairness opinion

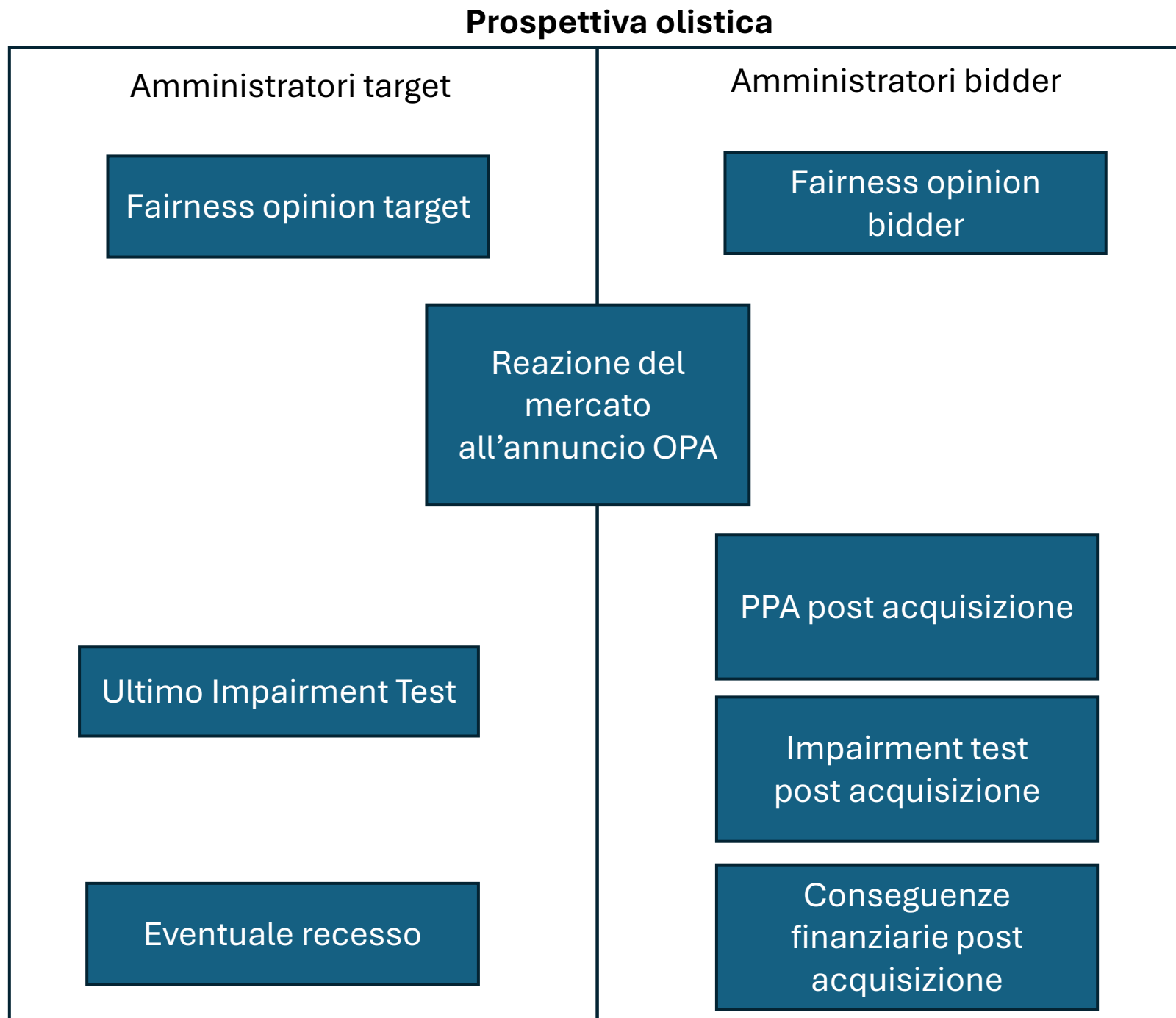
	Australia	USA
Finalità	Protezione azionisti (<i>shareholders centric</i>)	Protezione amministratori (<i>board-centric</i>)
Obiettivo	Congruità sostanziale	Evidenza procedurale
Trasparenza	Alta	Media-bassa
Assunzioni	Sempre motivate	Poco esplicitate
Auditabilità	Alta	Bassa
Analisi fondamentale	Sempre presente	Raramente presente
Scaled Range(*)	Limitato (15%-25%)	Ampio (anche oltre il 70%) <i>Wide as Texas</i>
Disclaimer	Limitato	Esteso
Esperto	Indipendente (mai intermediario)	Anche con relazioni (spesso intermediario)

(*) (Prezzo max – Prezzo min)/mid-point

Due tipologie di fairness opinion



Due tipologie di fairness opinion



Agenda

- Congruità finanziaria
- Due tipologie di *Fairness Opinion*
- **Elementi chiave delle FO**
- Elementi di attenzione

Elementi chiave delle FO

	Australia	USA
Finalità	Protezione azionisti (<i>shareholders centric</i>)	Protezione amministratori (<i>board-centric</i>)
Obiettivo	Congruità sostanziale	Evidenza procedurale
Trasparenza	Alta	Media-bassa
Assunzioni	Giustificate	Poco esplicitate
Auditabilità	Alta	Bassa
Analisi fondamentale	Sempre presente	Raramente presente
Scaled Range(*)	Limitato (15%-25%)	Ampio (anche oltre il 70%) <i>wide as Texas</i>
Disclaimer	Limitato	Esteso
Esperto	Indipendente (mai intermediario)	Anche con relazioni (spesso intermediario)

(*) (Prezzo max – Prezzo min)/mid-point

Elementi chiave delle FO

Analisi fondamentale

DCF: Input ragionevoli possono condurre a risultati irragionevoli, per questo è necessaria l'analisi fondamentale

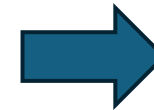
		Valore minimo	Valore massimo
Range di input	UFCF- Unlevered Free Cash Flows	9	10
	Risk free rate	4%	3%
	Beta	1,2	0,8
	ERP- Equity risk premium	6%	5%
	Credit spread	2%	1%
	Tax rate	24%	24%
	Leverage	30%	50%
applicazione formula Terminal value			
	Cost of equity	11%	7%
	Cost of debt (netto)	5%	3%
	Wacc	9%	5%
	g	1%	2%
	Wacc - g	8%	3%
	Enterprise Value	111	338

Elementi chiave delle FO

Analisi fondamentale

Multipli: identificazione dei *peers* può essere arbitraria:

Ferrettigroup



Gruppo 1
San Lorenzo
Fincantieri

Gruppo 2
Ferrari
Prada
Moncler
Ferragamo
Cucinelli

Elementi chiave delle FO

Range

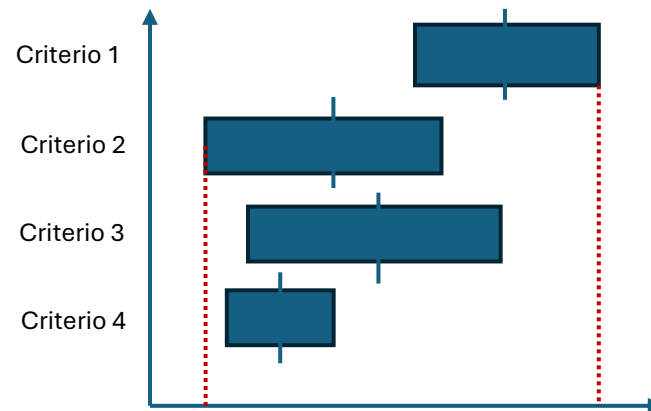
Ampiezza del range

Un range troppo ristretto fornisce una falsa idea di precisione
 Un range troppo ampio non fornisce alcuna indicazione utile



Come è costruito il range ?

Ha senso usare tanti criteri non riconciliabili fra loro?



Range 1 = min – max
 Range 2 = media min – media max

Ha senso usare *sensitivity* i cui limiti non hanno un razionale ?

		WACC				
		1,00%	0,50%	7%	-0,50%	-1%
g	-1,0%	126				
	-0,5%					
	1,5%			172		
	0,5%					
	1,0%					271

Elementi chiave delle FO

Disclaimer

Per giudicare la portata del disclaimer occorre comprendere cosa significa un giudizio di congruità finanziaria di un prezzo



Cosa occorre considerare ?



Ciò che un generico partecipante al mercato considererebbe nella formazione del prezzo di offerta

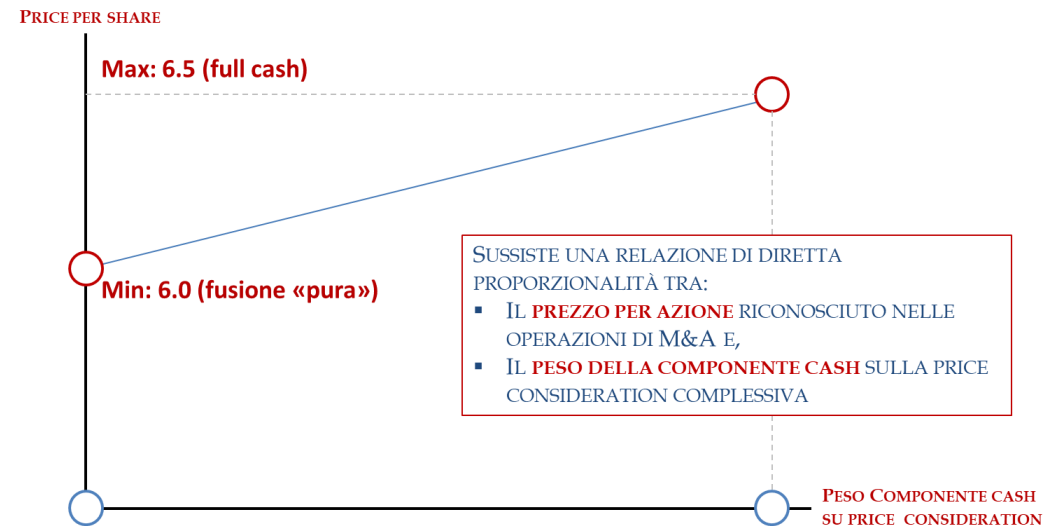
- Highest and best use* degli asset
- Fonti del vantaggio competitivo e sostenibilità
- Elementi non trasferibili (*personal goodwill*)
- Hold value* per gli azionisti esistenti
- Flottante e scambi
- Prezzo max ultime 52 settimane
- Paradosso di Grossman/Stiglitz

Elementi chiave delle FO

Esperto

Oltre al requisito dell'indipendenza occorre verificare che l'incarico preveda:

- Adozione di principi di valutazione (PIV)
- Coerenza/riconciliazione con valutazioni precedenti (es. impairment test)
- Verifica delle conseguenze dell'operazione (es. flottante, volume scambi, volatilità)
- Attenzione alla modalità di pagamento



Agenda

- Congruità finanziaria
- Due tipologie di *Fairness Opinion*
- Elementi chiave delle FO
- **Elementi di attenzione**

Elementi di attenzione

Rischio cattiva qualità delle Fairness Opinion



Rubber Stamp per il management

Range ampi: permettono di giustificare ex post decisioni già prese

Reverse engineering: si adattano le *assumption* per includere il prezzo negoziato ed evitare litigation



Bias strutturale verso la conclusione dell'operazione (Opa amichevole)

Bias strutturale verso la non adesione all'operazione (Opa ostile)

Elementi di attenzione

Prospettiva acquirente

“We find that when an acquirer discloses the purchase of a fairness opinion in its SEC filing, goodwill is more likely to be impaired and to be impaired with a greater amount.

(...) We also find that acquirers with fairness opinions impair goodwill more quickly than acquirers without one, indicating more timely impairments. Overall, our results suggest that when acquirers’ purchase a fairness opinion, the transaction is more likely to result in higher and more timely goodwill impairment.”

Azizhani M. et al., Are Acquirers’ Fairness Opinions Really Fair? Evidence from Subsequent Goodwill Impairments, wp. February **2025**

Prospettiva target

“We find that target-sought FOs exhibit lower valuations when litigation risk is high.

(...) In contrast to prior work suggesting that target sought FOs are used to negotiate a higher takeover price, our findings imply that they are used, at least in part, to mitigate litigation risk and facilitate successful deal completion”.

Imperatore C. et alia, Litigation risk and strategic M&A valuations, Journal of Accounting and Economics, 78 (**2024**), 2-25

Elementi di attenzione

Una *fairness opinion* ben fatta:

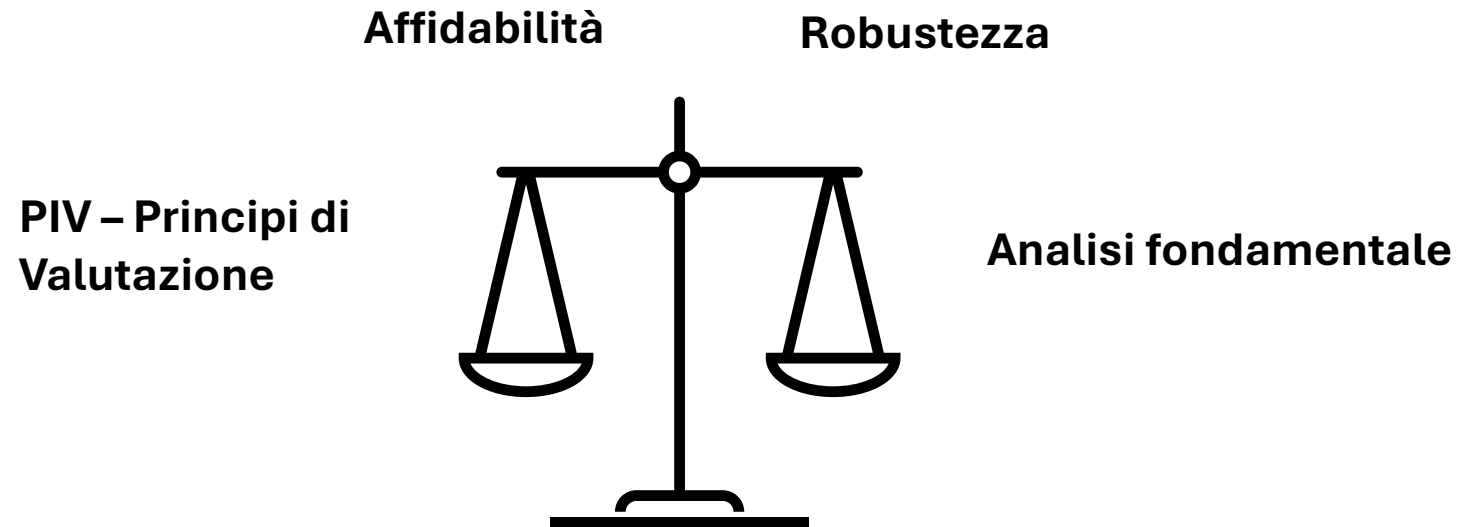
- allontana offerte speculative e favorisce rilanci di prezzo
- informa il mercato (non è informata dal mercato) di eventuale *mispricing*
- ricostruisce il percorso logico di un generico partecipante al mercato nella fissazione di un prezzo
- permette di cogliere la differenza fra valore e prezzo

Elementi di attenzione

Cosa si intende per *fairness opinion* ben fatta?

Affidabilità = minimizza l'errore di misurazione

Robustezza = Coerenza fra esperti

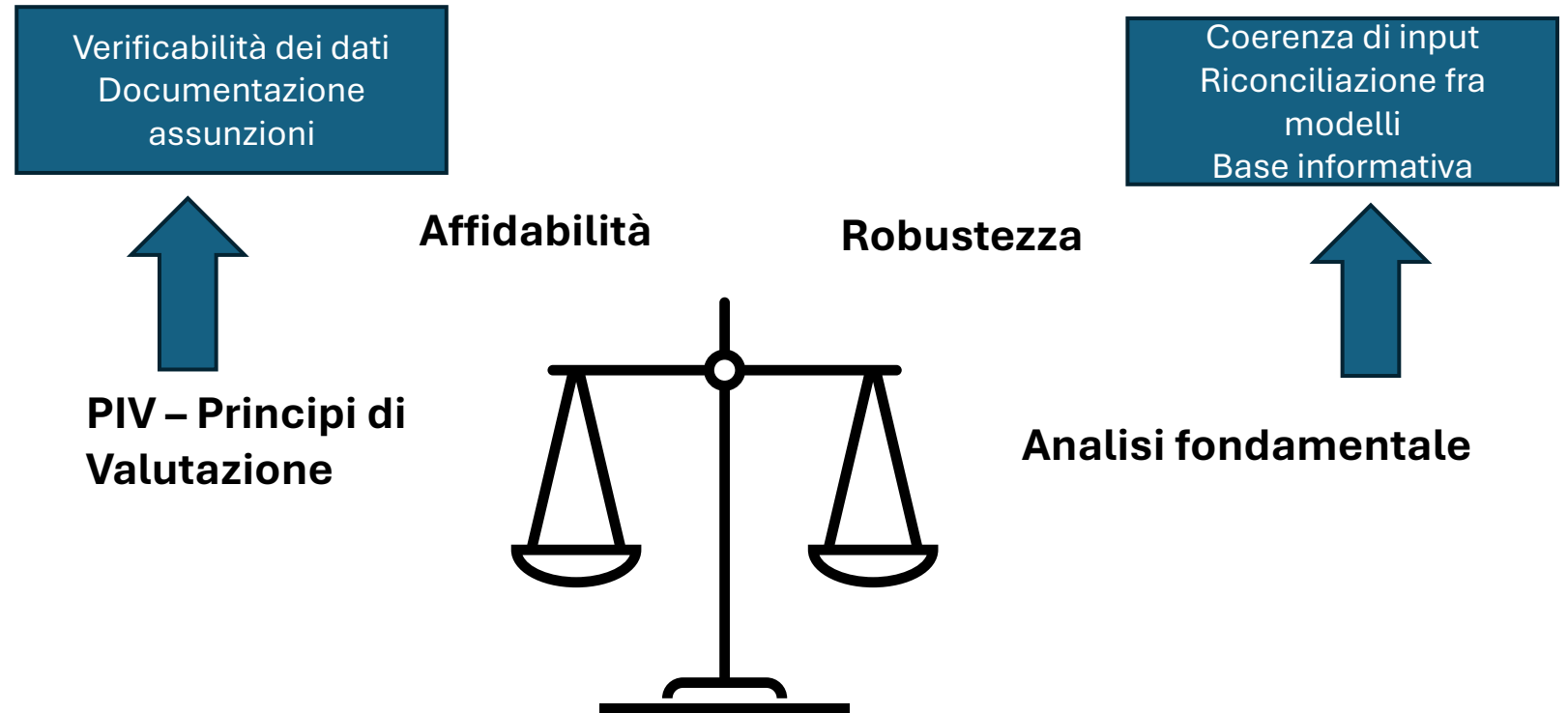


Elementi di attenzione

Cosa si intende per *fairness opinion* ben fatta?

Affidabilità = minimizza l'errore di misurazione

Robustezza = Coerenza fra esperti



GRAZIE